

Yksilöllisten ominaisuuksien vaikutus velvoitteisiin sijoitusneuvonnassa

Oikeustieteellinen tiedekunta
Pro gradu –tutkielma
Helmikuu 2018
Arvopaperimarkkinaoikeus
Ohjaaja: Vesa Annola
Laatija: Jessica Lind



Tiedekunta/Osasto Fakultet/Sektion – Faculty Oikeustieteellinen tiedekunta		Laitos/Institution– Department	
Tekijä/Författare – Author Jessica Lind			
Työn nimi / Arbetets titel – Title Yksilöllisten ominaisuuksien vaikutus velvoitteisiin sijoitusneuvonnassa			
Oppiaine /Läroämne – Subject Arvopaperimarkkinaoikeus			
Työn laji/Arbetets art – Level Pro gradu –tutkielma		Aika/Datum – Month and year Helmikuu 2018	Sivumäärä/ Sidoantal – Number of pages XV + 85
Tiivistelmä/Referat – Abstract <p>Sijoittajien tarve suojalle vaihtelee. Iäkäs tarvitsee kokemattomuutensa ja tietämättömyytensä vuoksi erityissuojaa, jotta hän voi tehdä rationaalisia sijoituspäätöksiä. Eläkeyhtiö ei puolestaan erityissuojaa tarvitse. Sijoitusneuvonnassa onkin olennaista ymmärtää, kuinka yksilölliset ominaisuudet vaikuttavat sijoittamiseen, jotta tarpeellinen sijoittajansuoja osataan kohdistaa sitä tarvitsevalle. Kysymys on myös ajankohtainen, koska yksilöllisten ominaisuuksien, kuten iän merkitystä sijoitusneuvontaa on pohdittu viime vuosina laajasti.</p> <p>Yksi tutkielman keskeisimmistä tavoitteista oli tunnistaa sijoittajan relevantit yksilölliset ominaisuudet. Lainsäädännössä tällaista systematisointi ei ole tehty. Relevanteiksi ominaisuuksiksi on tunnistettu kokemus, koulutus, ammattitaito, taloudellinen asema, sijoitustavoitteet, ikä, terveydentila ja äidinkieli. Ominaisuudet löydettiin tulkitsemalla ja systematisoimalla voimassaolevaa oikeutta. Lisäksi pohdittiin laajemmin, miksi yksilölliset ominaisuudet ovat merkittäviä sijoitusneuvonnassa.</p> <p>Toinen pää tavoite oli tutkia, kuinka tutkielman alussa määritellyt relevantit yksilölliset ominaisuudet vaikuttavat sijoituspalvelun tarjoajalle asetettuihin velvollisuuksiin sijoitusneuvonnassa. Tutkielmassa keskityttiin arvioimaan, kuinka ominaisuudet vaikuttavat sijoituspalvelun tarjoajalle asetettuun asiakasluokittelu-, tiedonanto- ja selonottovelvollisuuteen.</p> <p>Tiedonantovelvollisuuksien tarkoitus on nostaa asiakkaan tiedon tasoa ja olla apuna arvioitaessa sopimuksen kannattavuutta ja soveltuvuutta yksilöllisiin tarkoituksiin. Tarkoituksena on, että lakisääteinen informointi kohdistuisi vain asiakkaisiin, jotka tarvitsevat tietoa. Lainsäädäntö sisältää yksityiskohtaisia säännöksiä siitä, mitä tietoa asiakkaalle tulee sijoitusneuvonnassa antaa. Tiedonantovelvollisuutta arvioidaan puolestaan sen perusteella, mitä seikkoja rationaalisen sijoittajan objektiivisesti katsoen tulisi huomioida kussakin yksittäistapauksessa. Tämän vuoksi on tarkasteltava sijoituspalvelun tarjoajalle asetettua selonottovelvollisuutta. Selonottovelvollisuus on ikään kuin peilikuva tiedonantovelvollisuudelle. Selonottovelvollisuuden tulisi kattaa sellaiset seikat, jotka rationaalisen sijoittajan objektiivisesti katsoen tulisi huomioida yksittäistapauksessa. Lainsäädännössä määrätään yksityiskohtaisesti, mitä tietoja asiakkaasta on selvitettävä.</p> <p>Sijoittajan yksilölliset ominaisuudet voivat joko laajentaa tai supistaa sijoituspalvelun tarjoajalle asetettua tiedonanto- ja selonottovelvollisuutta. Asiakasluokat toimivat hyvänä lähtökohtana arvioitaessa velvollisuuksien laajuutta, mutta niiden lisäksi on huomioitava asiakkaan yksilölliset ominaisuudet. Lopullinen vaikutus sijoituspalvelun tarjoajan velvollisuuksiin riippuu kuitenkin aina yksittäistilanteesta. Tässä tutkielmassa on kuitenkin laajasti pohdittu, minkälainen vaikutus yksilöllisillä ominaisuuksilla voisi olla kussakin yksittäistilanteessa ja näin luotu yleisiä suuntaviivoja. Etenkin velvollisuuksien tarkoitukset sekä oikeusperiaatteet, kuten heikomman suoja, ohjasivat tulkinnanvaraisissa tilanteissa.</p> <p>Tutkielman lopussa käsiteltiin vielä soveltuvan sijoituskohteen valintaa, mikä mahdollisti analyysin siitä, kuinka ominaisuudet konkreettisesti vaikuttavat soveltuvan sijoituskohteen valintaan. Tänä päivänä sijoitustuotteiden kirjo on valtava ja perinteisten sijoitustuotteiden tilalle on tullut runsaasti uudentyyppisiä tuotteita. Soveltuvan sijoituksen tekemiseksi on vielä ymmärrettävä, kuinka sijoittajan yksilölliset olosuhteet vaikuttavat sijoitukseen. Varsinainen valinta on kuitenkin jätetty sijoitusneuvojan ammattitaidon varaan.</p>			
Avainsanat – Nyckelord – Keywords Sijoituspalvelu, sijoitusneuvonta, sijoituspalvelun tarjoajan velvollisuudet, tiedonantovelvollisuus, selonottovelvollisuus, sijoittajan yksilölliset ominaisuudet			
Säilytyspaikka – Förvaringställe – Where deposited			
Muita tietoja – Övriga uppgifter – Additional information			

LÄHTEET	IV
KIRJALLISUUS.....	IV
VIRALLISLÄHTEET.....	VIII
OIKEUSKÄYTÄNTÖ	X
MUUT LÄHTEET	XII
LYHENTEET	XIII
1 JOHDANTO	1
1.1 Tutkittavan ilmiön pääpiirteittäinen kuvaus.....	1
1.2 Tutkimuskysymys ja rajaukset	3
1.3 Tutkimuksessa käytetyt keskeiset käsitteet	6
1.4 Oikeuslähteet ja sääntelyn rakenne.....	8
1.5 Tutkimuksen rakenne.....	13
2 SIOITTAJAN YKSILÖLLISISTÄ OMINAISUUKSISTA.....	14
2.1 Sijoittajan yksilöllisten ominaisuuksien merkityksestä.....	14
2.2 Sijoittajan kokemus, koulutus ja ammattitaito	18
2.3 Sijoittajan taloudellinen asema, sijoitustavoitteet ja riski	22
2.4 Sijoittajan ikä ja terveydentila.....	24
2.5 Sijoittajan äidinkieli.....	28
3 ASIAKKAAN TUNTEMINEN JA ASIAKASLUOKITTELU	29
3.1 Asiakkaiden tunteminen.....	29
3.2 Asiakkaiden luokitteluvälite.....	30
3.3 Asiakasluokat ja luokittelukriteerit.....	31
3.4 Luokittelun merkitys sijoittajansuojan kannalta.....	36
3.5 Asiakasluokitteluun liittyviä ongelmia	38
4 TIEDONANTOVELVOLLISUUS SIOITUSNEUVONNASSA.....	40
4.1 Yleinen tiedonantovelvollisuus ja tiedon asianmukaisuus.....	40
4.2 Asiakkaille annettavia tietoja koskevat yksityiskohtaiset säännökset.....	43
4.3 Tapauskohtainen tiedonantovelvollisuus perustuu ensisijaisesti yksilöllisiin ominaisuuksiin.....	46
4.4 Yksilöllisten ominaisuuksien vaikutus tiedonantovelvollisuuteen	49
4.5 Annettavaan tietoon liittyviä ongelmia	56
5 SELONOTTOVELVOLLISUUS SIOITUSNEUVONNASSA.....	58
5.1 Selonottovelvollisuuden sisältö ja tarkoitus	58
5.2 Yksilöllisten ominaisuuksien vaikutus selonottovelvollisuuteen	64
5.3 Oikeus luottaa asiakkaan antamiin tietoihin.....	67
6 SOVELTUVA RAHOITUSVÄLINE	68
6.1 Neuvontavelvollisuus sijoitusneuvonnassa	68
6.2 Soveltuvan sijoituskohteen valinnassa huomioitavia seikkoja	70
6.3 Sijoituksen riskitason merkityksestä.....	73
6.4 Sijoitustuotteen monimutkaisuuden merkityksestä.....	77
7 JOHTOPÄÄTÖKSET	82

Lähteet

Kirjallisuus

Aarnio, Aulis: Laintulkinnan teoria. Juva 1989.

Anderssen, Atso – Savikko, Markku: Rahoitusvälineiden markkinat direktiivi II, Aalto Executive Education, Helsinki 2017.

Annola, Vesa: Informaatio, sisäpiiri ja markkinat – Arvopaperioikeudellinen tutkimus informaatioepätasapainosta arvopaperikaupassa. Turku 2005.

Astola, Tiina: Arvopaperimarkkinoiden oikeussäännöt. Helsinki 1990.

Barberis, Nicholas – Thaler, Richard: A survey of behavioral finance. Teoksessa Handbook of the economics of Finance: Volume 1B, Financial Markets and Asset Pricing, p.1053-1128. Hollanti 2003.

Black, Bernard.: Information Asymmetry, the Internet, and Securities Offerings, 2 J. Small & Emerging Business Law, vol 2 s.91-99, 1998.

Casey, Jean-Pierre – Lannoo, Karel: The MiFID Revolution, Cambridge 2009.

Davidoff, Steven – Hill, Claire: Limits of Disclosure. Seattle University Law Review, p. 599-637, Vol 36, 2013.

Faure, Michael – Luth, Hanneke: Behavioural Economics in Unfair Contract Terms Cautions and Considerations. Journal of Consumer Policy. p. 337–358, Vol 34, 2011.

Hakapää, Sari: Sähköinen verohallinto. Automatisoitu arvonlisäverotusmenettely. Acta Wa-sensia No 199. Vaasa 2008.

Havansi, Erkki: Esinevakuusoikeudet, Jyväskylä 1992.

Hemmo, Mika: Sopimusoikeus I, Helsinki 2003.

Hemmo, Mika: Sopimusoikeus II, Helsinki 2003.

Hemmo, Mika: Sopimusoikeuden oppikirja, Helsinki 2006.

Hoppu, Kari: Omaisuudenhoitosopimuksista. Teoksessa Juhlajulkaisu Esko Hoppu 1935 – 15/1-2005 s. 117-133. Helsinki 2005.

Hoppu, Kari: Sijoitustuotteiden markkinoinnin sääntely. Vantaa 2004.

Hoppu, Kari: Sijoituspalvelusopimukset. Helsinki 2009.

Häyrynen Janne - Kajala Ville: Uusi arvopaperimarkkinalaki. Viro 2013.

Häyrynen Janne: Arvopaperimarkkinoiden väärinkäyttö. Vammala 2006.

Kaisto, Janne: ”Tiesi tai olisi pitänyt tietää”. Varallisuus oikeudellinen tutkimus perustellun vilpittömän mielen vaatimuksesta KK 11:4 ja 12:4:n sekä VKL 14§:n mukaan. Vammala 1997.

Kalmi, Panu – Ruuskanen, Olli-Pekka: Suomalaiset pärjäävät taloudellisessa tietämyksessä ja käyttäytymisessä hyvin suhteessa muihin maihin. Teoksessa: Kansantaloudellinen aikakauskirja s. 6-21, 1/2016.

Kangas, Urpo: Minun metodini. Teoksessa: Minun metodini. s. 90–109. Toim. Juha Häyhä. Porvoo 1997.

Karjalainen, Jarkko – Laurila, Olli – Parkkonen, Jarmo: Arvopaperimarkkinalaki 4. uudistettu painos. Helsinki 2008.

Knuts, Mårten – Parkkonen Jarmo: Arvopaperimarkkinalaki. Alma Talent Oy 2014.

Korling, Fredric: Finanssrådgivning. Tukholma 2010. (Korling 2010A)

Korling, Fredric: Informationsskydd – informations- och rådgivningsaspekter. Teoksessa Börsrätt. Tukholma 2008.

Korling, Fredric: Rådgivningsansvar – särskilt avseende finansiell rådgivning och investeringsrådgivning. Tukholma 2010. (Korling 2010B)

Kågerman, Pontus – Lohmander, Cecilia – De Ridder, Adri: Etik, regler och värdering på kapitalmarknaden. Vällingby 2008.

Langewoort, Donald: Selling Hope, Selling Risk: Some Lessons for Law from Behavioral Economics about Stockbrokers and Sophisticated Customers, California Law Review, s.627-701, vol 84, 1996.

Law, Michael: Behavioural Risk Disclosure and Retail Investor Protection: Reflections on the Lehman Brothers Minibonds Crisis, 40 Hong Kong L.J. p. 15- 42, 2010.

Luukkonen, Marja: Sijoittajan tiedonantovelvollisuus – Onko sitä? Teoksessa Vakuutus- ja rahoitusneuvonta 45 vuotta. Helsinki 2016. (Luukkonen 2016A)

Luukkonen, Marja: Tutustu, ymmärrä ja päätä – Sijoittajan selonottovelvollisuus oikeus- ja käyttäytymistaloustieteellisestä näkökulmasta. Teoksessa: Oikeustiede – Jurisprudentia XLIX:2016, s. 113–183. Suomalaisen Lakimiesyhdistyksen vuosikirja. Helsinki 2016. (Luukkonen 2016B)

Lycke Johan - Runesson Eric - Swahn Mikael: Ansvar vid finansiell rådgivning. Tukholma 2003.

Lähdevuori, Iiro: Know your customer –periaate ja asiakkaan sijoitustarpeiden selvittämismallisuus. Referee artikkeli Edilex 2005.

Manninen Jyrki: Sijoituspalvelun tarjoajan asiakkaiden luokittelu. Edilex artikkeli 13.3.2008.

Manninen Jyrki: Sääntelyerot sijoituspalvelutarjoajan asiakasluokkien välillä. Edilex artikkeli. 19.4.2010.

Mercer, Molly – Palmiter, Alan – Taha, Ahmed: Worthless Warnings? Testing the Effectiveness of Disclaimers in Mutual Fund Advertisements. Journal of Empirical Legal Studies Volume 7, Issue 3 s. 429–459, 2010.

Minor, Jacqueline: Consumer Protection in the EU: Searching for the Real Consumer. European Business Organization Law Review, p.163-168, Vol.13, No 2, 2012.

Moloney, Niamh: EC Securities Regulation. Second Edition. Oxford University Press 2008.

Moloney, Niamh: Effective Policy Design for the Retail Investment Service Market. Teoksessa Investor Protection in Europe - Corporate Law Making, the MiFID and Beyond. Oxford University Press 2006.

Mononen, Marko: Sopimusoikeuden materiaalisuudesta. Helsinki 2001.

Munukka, Jori: Kontraktuell lojalitetsplikt. Tukholma 2007.

- Mäntysaari, Petri: Arvopaperinvälittäjästä sijoitusneuvoja. Vantaa 2001.
- Mäntysaari, Petri: Verokonsultin vastuusta. Defensor Legis 2/2000, s. 245–273.
- Määttä, Tapio: Soft law som rättskälla på nya rättsområden i den nationella rätten: JFT 6/2006 s. 553 - 571.
- Norio-Timonen, Jaana: Kuluttajavakuutusten vertailtavuus ja sääntely. Helsinki 1997.
- Norros, Olli: Vahingonkorvaus arvopaperimarkkinoilla. Alma Talent Oy 2009.
- Norros, Olli: Vahingonkorvaus asiantuntijapalveluissa. Lakimies 4/2008, 637 - 643.
- Salo, Marika: Sijoittamisen ohjaaminen – Sijoitusneuvot ja –suositukset sijoittajan päätöksenteossa. Talentum Media Oy 2016.
- Siltala, Raimo: Oikeustieteen tieteenteoria. Vammala 2003.
- Sundberg Sirpa – Nousiainen Satu: Sijoituspalveluopas. Helsinki 2013.
- Turtiainen, Matti: Markkinakuri sijoittajansuoja ja sijoitusrahastot. Helsinki 2004.
- Ryan John: An Overview of MiFID. Teoksessa: The future of investing in Europe's markets after MiFID, Englanti 2007.
- Wilhelmsson, Thomas: Sosiaalinen sopimusoikeus ja Euroopan integraatio. Jyväskylä 1993.
- Wilhelmsson, Thomas: Vakiosopimus ja kohtuuttomat sopimusehdot. Helsinki 2008.
- Wuolijoki, Sakari: Hyvän sääntelyn periaatteet ja finanssialan viimeaikainen sääntely. Teoksessa Vakuutus- ja rahoitusneuvonta 45 vuotta. Helsinki 2016.
- Wuolijoki, Sakari: Hyvä pankki- ja vakuutustapa. Helsinki 2003.
- Wuolijoki, Sakari: Pankin neuvontavastuu. Helsinki 2009.

Virallislähteet

Australian Securities & Investments Commission. Regulatory Guide 244. Giving information, general advice and scaled advice. Joulukuu 2012.

CESR/04-562: CESR's Draft Technical Advice on Possible Implementing Measures of the Directive 2004/39/EC on Markets in Financial Instruments.

CESR/05-290b: CESR's Technical Advice on Possible Implementing Measures of the Directive 2004/39/EC on Markets in Financial Instruments.

CESR/05-291b: CESR's Technical Advice on Level 2 Implementing Measures on mandates of the first set where the deadline was extended and the second set of mandated (Feedback Statement).

CESR/10-293: Understanding the definition of advice under MiFID.

ESMA/2012/387: Ohjeet MiFID:in soveltuvuusvaatimuksista eräiltä osin. 25.6.2012.

ESMA: Investor warning: Risks of investing in complex products. 7.2.2014.

ESMA/2015/1886: Ohjeet tietämyksen ja pätevyyden arviointiin. 22.3.2016.

European Parliament: Directorate General for Internal Policies, Policy Department - Economic and Scientific policy: Consumer Protection Aspects of Financial Services 2014.

Finanssivalvonta: Määräykset ja ohjeet 16/2013 – Finanssipalvelujen tarjoamisessa noudatettavat menettelytavat.

Finanssivalvonta: Valvottavatiedote 29.9.2014 – 57/2014.

Financial Services Authority: Assessing suitability: Establishing the risk a customer is willing and able to take and making a suitable investment selection. Finalised guidance, March 2011. Saatavissa: http://www.fsa.gov.uk/pubs/guidance/fg11_05.pdf

Hallituksen esitys 157/1988 eduskunnalle Arvopaperimarkkinalaiksi sekä siihen liittyväksi lainsäädännöksi.

Hallituksen esitys 43/2007 eduskunnalle laiksi sijoituspalveluyrityksistä, laiksi arvopaperimarkkinalain muuttamisesta ja eräiksi niihin liittyviksi laeiksi.

Hallituksen esitys 32/2012 eduskunnalle arvopaperimarkkinoita koskevaksi lainsäädännöksi.

Komissio: Your Questions on MiFID. Saatavissa: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/isd/questions/questions_en.pdf.

Ny lag om värdepappersmarknaden Proposition 2006/07:115.

Mutual Fund Dealers Association of Canada: MFDA Discussion Paper on the Use of Investor Questionnaires. Bulletin #0611-C. July 21, 2014. <http://www.mfda.ca/regulation/bulletins14/Bulletin0611-C.pdf>.

Svårnavigerat? Premiepensionssparande på rätt kurs, Statens offentliga utredningar 2005:87.

Oikeuskäytäntö

Suomi

Ahvenanmaan käräjäoikeuden ratkaisu 29.6.2010 10/625

APL 27/2002

APL 1555/2002

APL 605/2002

APL 621/2002

APL 718/2002

APL 1607/2002

APL 1651/2002

APL 2027/2002

APL 1294/2002

APL 45/2003

APL 90/2003

APL 128/2003

APL 15/2004

APL 45/2004

APL 90/2004

APL 143/2004

APL 92/2006

APL 133/2006

APL 247/2006

APL 260/2006

APL 112/2007

APL 184/2008

APL 268/2008

APL 378/2008

APL 79/2009

APL 523/2009

APL 10/2011

APL 28-30/2011

APL 1/2013

APL 11/2014

APL 2/2016

FIVA 19/02.04/2016: Toimituskirja Finanssivalvonnan johtokunnan päätöksestä FIVA 19/02.04/2016. Saatavissa: http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Tiedotteet/Lehdistotiedotteet/Documents/070317/Toimituskirja_johtokunnan_paatoksesta_Investium_070317.pdf

FIVA 20/02.04/2016: Toimituskirja Finanssivalvonnan johtokunnan päätöksestä FIVA 20/02.04/2016. Saatavissa: http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Tiedotteet/Lehdistotiedotteet/Documents/070317/Toimituskirja_johtokunnan_paatoksesta_Alexandria_070317.pdf

FIVA 21/02.04/2016: Toimituskirja Finanssivalvonnan johtokunnan päätöksestä FIVA 21/02.04/2016. Saatavissa: http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Tiedotteet/Lehdistotiedotteet/Documents/070317/Toimituskirja_johtokunnan_paatoksesta_HSOP_070317.pdf

FIVA 22/02.04/2016: Toimituskirja Finanssivalvonnan johtokunnan päätöksestä FIVA 22/02.04/2016. Saatavissa: http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Tiedotteet/Lehdistotiedotteet/Documents/070317/Toimituskirja_johtokunnan_paatoksesta_Nordea_070317.pdf

Helsingin hovioikeuden ratkaisu 4.7.2012 S 11/3169

Kouvolan hovioikeus 4.11.2009 09/432

KKO 1951 II 151

KKO 1995:56

KKO 1995:157

KKO 1999:80

KKO 2011:5

KKO 2015:93

Ruotsi

ARN 2008-11-12

ARN 2008-6293

BKN 2009-019

BKN-2006-020

BKN-2007-046

Muut lähteet

Arvopaperi, 19.5.2017, Mirko Hurmerinta: Nordea otti opikseen: Ei enää kauhusijoituksia vanhuksille. https://www.arvopaperi.fi/kaikki_uutiset/nordea-otti-opikseen-ei-ena-kauhusijoituksia-vanhuksille-6650686

Final report of the Committee of Wise Men on the Regulation European Securities Markets, Brussels, 15 February 2001.
http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/lamfalussy/wisemen/final-report-wise-men_en.pdf

Finanssialan Keskusliitto, 20.1.2012. Finanssialan kyvykkyydet 2020 – luotaus tulevaisuuteen raportti. http://www.finanssiala.fi/materiaalit/Finanssialan_kyvykkyydet.pdf

Finanssialan Keskusliitto, 8.6.2017. Säästäminen, luotonkäyttö ja maksutavat – tutkimusraportti. http://www.finanssiala.fi/materiaalit/SLM_2017_Tutkimusraportti.pdf

Matti Keloharju, Eero Kasanen, Antti Lehtinen: Shareownership in Finland 2015
http://finance.aalto.fi/en/midcom-serveattachmentguid-1e514c15992929c14c111e5b527198c6e877c107c10/shareownership_2015.pdf
Helsingin Sanomat, 6.6.2015, Anni Lassila: Iäkkäiden sijoitusneuvonta vaihtelee.

Helsingin Sanomat, 21.04.2017, Anni Lassila – Tuomo Pietiläinen: 80-vuotiaan Aulin säästöt katosivat, kun pankkiiriliike myi sijoitustuotteen toisen perään – Auli ei edes muista tapaamia.

Finanssivalvonta: PRIIPs-utiskirje 1/2017 – Avaintietoasiakirja tulee laatia suomeksi tai ruotsiksi.
http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Saantely/Saantelyhankkeet/priips/Documents/Priips_utiskirjeet/priips-utiskirje_01_2017.pdf

OECD: Consumer Policy Toolkit 2010.

Talouselämä, 11.11.2014, Ninni Myllyoja: 85-vuotias ei halunnut osakkeita – Pankki tarjosi niitä siitä huolimatta.

Lyhenteet

AML	Arvopaperimarkkinalaki (14.12.2012/746)
ASIC	Australian Securities & Investments Commission
APL	Arvopaperilautakunta
ARN	Allmänna reklamationsnämnden
CDO	Collateralized debt obligation
CESR	Committee of European Securities Regulators
ESMA	European Securities and Markets Authority
EU	Euroopan Unioni
FK	Finanssialan Keskusliitto
FINE	Vakuutus- ja rahoitusneuvonta
FIVA	Finanssivalvonta
FSA	Financial Services Authority
HE	Hallituksen esitys
HolhTL	Laki holhoustoimesta (1.4.1999/442)
IDD-direktiivi	Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2016/97/EU vakuutusten tarjoamisesta.
KKO	Korkein oikeus
KSL	Kuluttajansuojalaki (20.1.1978/38)
Komission täytäntöönpanoasetus	Komission Asetus (EY) N: o 1287/2006 Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2004/39/EY täytäntöönpanosta tietojen kirjaamista koskevien sijoituspalveluyritysten velvoitteiden, liiketoimista ilmoittamisen, markkinoiden avoimuuden, rahoitusvälineiden kaupankäynnin kohteeksi ottamisen sekä direktiivissä määriteltyjen käsitteiden osalta.
Komission täytäntöönpanodirektiivi	Komission direktiivi 2006/73/EY, Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2004/39/EY täytäntöönpanosta sijoituspalveluyritysten toiminnan järjestämistä koskevien vaatimusten, toiminnan harjoitta-

misen edellytysten ja kyseisessä direktiivissä määriteltyjen käsitteiden osalta.

Markkinoiden väärinkäyttö asetus

Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 596/2014, markkinoiden väärinkäytöstä (markkinoiden väärinkäyttöasetus) sekä Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2003/6/EY ja komission direktiivien 2003/124/EY, 2003/125/EY ja 2004/72/EY kumoamisesta.

MFDA

Mutual Fund Dealers Association of Canada

MiFID

Markets in Financial Instruments Directive, Euroopan Parlamentin ja Neuvoston direktiivi 2004/39/EY rahoitusvälineiden markkinoista sekä neuvoston direktiivien 85/611/ETY ja 93/6/ETY ja Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2000/12/EY muuttamisesta ja neuvoston direktiivin 93/22/ETY kumoamisesta.

MiFID II

Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2014/65/EU rahoitusvälineiden markkinoista sekä direktiivin 2002/92/EY ja direktiivin 2011/61/EU muuttamisesta.

MiFID II delegoitu asetus

Komission delegoitu asetus (EU) 2017/565 Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2014/65/EU täydentämisestä sijoituspalveluyritysten toiminnan järjestämisestä koskevien vaatimusten, toiminnan harjoittamisen edellytysten ja kyseisessä direktiivissä määriteltyjen käsitteiden osalta.

MiFID II delegoitu direktiivi

Komission delegoitu direktiivi (EU) 2017/593 Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2014/65/EU täydentämisestä asiakkaiden rahoitusvälineiden ja varojen suojaamisen, tuotevalvontavelvoitteiden sekä välityspalkkioiden, provisioiden tai muiden rahallisten tai ei-rahallisten etujen tarjoamiseen tai vastaanottamiseen sovellettavien sääntöjen osalta.

MiFIR

Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 600/2014 rahoitusvälineiden markkinoista sekä asetuksen (EU) N:o 648/2012 muuttamisesta.

OikTL

Laki varallisuusosoikeudellisesta oikeustoimista (13.6.1929/228)

RapeL	Rahanpesulaki (28.6.2017/444)
SipaL	Sijoituspalvelulaki (14.12.2012/747)
SOU	Statens offentliga utredningar
Vanha AML	Arvopaperimarkkinalaki (26.5.1989/495)
VKL	Vakuutuslautakunta
Vp	Valtiopäivä

1 JOHDANTO

1.1 Tutkittavan ilmiön pääpiirteittäinen kuvaus

Arvopaperimarkkinoilla on entistä suurempi merkitys yhteiskunnassa ja luottamus markkinoihin ja asianmukaiseen toimintaan on ensiarvoisen tärkeää. Arvopaperimarkkinoiden kehitys on myös johtanut moninaisiin sääntelymuutoksiin. Finanssikriisin jälkeen sääntely on lisääntynyt merkittävästi ja se on osittain hajanaista. Taustalla voidaan nähdä kaksi keskeistä tavoitetta: sijoittajansuojan vahvistaminen ja EU-markkinoiden laaja-alainen harmonisointi.¹

Lisäksi yksityishenkilöt ovat vaurastuneet huomattavasti viime vuosikymmeninä ja heidän kiinnostus säästämiseen ja sijoittamiseen on vahvistunut. Finanssialan Keskusliiton (jäljempänä FK) tutkimuksen mukaan 62 prosentilla suomalaisista oli säästöjä tai sijoituksia vuonna 2017.² Sijoittajien joukkoon kuuluu kuitenkin muitakin kuin yksityishenkilöitä. Yhtä lailla suuret eläkevakuutusyhtiöt kuin pienemmätkin yrityksetkin sijoittavat. Toisaalta yksityishenkilöidenkään joukko ei ole homogeeninen – sinne lukeutuu niin opiskelijoita, eläkeläisiä, varakkaita, vähävaraisia, korkeakoulutettuja ja täysin kouluttamattomia. Tämä tarkoittaakin sitä, että sijoittamista harjoitetaan hyvin vaihtelevalla asiantuntemuksella ja kokemuksella³. Sääntelyssä sijoittajat jaetaan eri ryhmiin: ammattimaisiin ja ei-ammattimaisiin asiakkaisiin sekä hyväksyttäviin vastapuoliin. Sääntely vaihtelee paljonkin näiden asiakasryhmien välillä, sillä lainsäätäjä on katsonut, ettei kokenut asiakas ei tarvitse samanlaista suojelua, kuin täysin kokematon. Iso osa sijoituspalvelua tarjoaville asetetuista menettelytapavelvollisuuksista soveltuvat vain ei-ammattimaisiin asiakkaisiin. Monille institutionaalisille sijoittajille, jotka usein ovat ammattimaisia asiakkaita, tällaisten menettelytapavelvollisuuksien soveltuminen aiheuttaisi vain kustannuksia ja tekisi sijoitusprosessista jäykän. Toisaalta edes asiakasluokat eivät luo yhtenäisiä, joten on myös huomioitava sijoittajan henkilöön liittyviä seikkoja, kuten ikä ja kokemus, jotta sijoittajasuoja muodostuisi asianmukaiseksi.

Koska sijoittajien joukko ei ole yhtenäinen, on sijoituspalvelua tarjoavilla velvollisuus tuntea asiakkaansa, jotta ne voivat suositella asiakkaalle soveltuvia rahoitusvälineitä tai palveluita. Lainsäädännössä kerrotaankin seikkaperäisesti, mitä kaikkea asiakkaasta on

¹ Tämä käy ilmi esim. MiFID II johtolauseista.

² Finanssialan Keskusliitto 2017, s. 11. Tutkimuksessa selvitettiin suomalaisten säästämässä ja luotonkäytössä sekä maksutavoissa tapahtuneita muutoksia.

³ Vaikka kokemuksessa ja asiantuntemuksessa on suuriakin eroja, on suomalaisten taloudellisen lukutaidon kuitenkin osoitettu olevan varsin korkealla tasolla. Ks. Kalmi – Ruuskanen 2016, s. 6.

selvitettävä. Tuntemalla asiakkaansa sijoituspalvelua tarjoava voi puolestaan huomioida asiakkaiden yksilölliset ominaisuudet ja tarpeet. Asiakkaan olosuhteet vaikuttavat keskeisesti siihen millainen tuote tai palvelu hänelle soveltuu. Kuinka tulee esimerkiksi suhtautua 80- vuotiaaseen sijoittajaan, jolla on dementia tai sijoittajaan, jolla ei ole lainkaan sijoituskokemusta, mutta haluaisi sijoittaa monimutkaiseen strukturoituun sijoitus- tuotteeseen? Entä 18-vuotiaaseen nuoreen, joka haluaisi aloittaa sijoittamisen hyvin pienellä varallisuudella?

Myös sijoitustuotteiden valikoima viimeisen vuosikymmenen aikana laajentunut ja yksityishenkilöille tarjottavat varainhoito- ja neuvontapalvelut ovat lisääntyneet.⁴ Samalla tuotteet ovat kuitenkin monimutkaistuneet. Uudentyyppiset rahoitusvälineet ovat usein vaikeasti ymmärrettäviä etenkin, jos ei seuraa markkinoita.⁵ Laajentunut sijoitustuotteiden valikoima onkin lisännyt tiedon tarvetta ja samalla sijoittajien tarvetta sijoitusneuvontaan sijoituspäätösten tueksi.⁶ Edellä mainitun FK:n tutkimuksen mukaan lähes 50 prosenttia tutkimukseen osallistuneista haluaisikin säästämiseen, sijoittamiseen, lainoihin tai vakuutuksiin liittyvää henkilökohtaista neuvontapalvelua.⁷

Sääntelyn tavoitteena on varmistaa, että sijoittaja saa riittävästi informaatiota päätöksentekoaan varten ja vähentää markkinoiden rakenteesta johtuvaa informaation epätasapainoa. Sijoittajien tarve saada sijoitusneuvontaa voidaan kuitenkin nähdä ongelmallisena, koska sijoittajat ovat usein tiedollisesti alakynnessä suhteessa sijoitusneuvojaan. Voidaan puhua niin sanotusta informaatioasymmetriasta, mikä tarkoittaa, että yhdellä osapuolella pääsy informaatioon, jota toisella osapuolella ei ole, mutta jota hän tarvitsee.⁸ Informaatioasymmetriasta johtuen sijoittajien saattaa olla vaikeaa arvioida sijoitusneuvojan suositusten sisältöä ja laatua. Lisäksi eturistiriitojen riski osapuolten välillä lisääntyy informaation epätasapainosta johtuen. Vaikka informaatioasymmetria on luonnollinen seuraus markkinataloudesta, ei ole hyväksyttävä tila, mikäli sijoittajansuoja vaarantuu. Näin ollen yksityiskohtainen sääntely on tarpeen.

Sijoituspalvelun tarjoajille on asetettu tiedonantovelvoitteita informaatioepätasapainon vähentämiseksi. Annettavan tiedon laajuus taas on riippuvainen kustakin sijoittajasta ja tämän vuoksi jokaisen sijoittajan tarpeet ja ominaisuudet tulee selvittää ja huomioida.

⁴ Hoppu 2009, s. 9 ja 27.

⁵ Wuolijoki 2009, s. 369.

⁶ Korling 2010A, s. 3.

⁷ Finanssialan Keskusliitto 2017, s. 52.

⁸ Black 1998, s. 92.

Sijoittaja kantaa lähtökohtaisesti aina itse riskin sijoituskohteen arvонkehityksestä. Markkinariski voi siirtyä palveluntarjoajalle vain, jos tämä menettelee palvelua tarjottaessa moitittavasti.⁹ Tämän takia on tärkeää varmistua sijoituskohteen soveltuvuudesta. Markkinariskivastuun lisäksi sijoittajalla on omia huolellisuusvelvoitteita, joista osan voidaan nähdä supistavan palveluntarjoajan tiedonantovelvoitteita. Näitä voidaan kutsua sijoittajan tietämis- ja selonottovelvollisuuksiksi.¹⁰ Mitä asiantuntevampi sijoittaja on, sitä korostuneempi on hänen oma huolellisuusvelvollisuutensa. Sijoittajan velvollisuuden kuuluu esimerkiksi myös itse perehtyä sijoituskohteeseensa. Usein keskitytään pohtimaan tuotteiden tarjoajien ja liikkeeseenlaskijoiden velvollisuuksia ja vastuita, vaikka sijoittajan omilla velvollisuuksilla on keskeinen merkitys.¹¹ Lähtökohtaisesti asiakkaan omat velvollisuudet määräytyvät hänen asiakasryhmänsä perusteella, mutta velvollisuuksia voidaan vielä täsmentää huomioimalla asiakkaan subjektiivisten ominaisuuksien perusteella.¹² Sijoittajan omat velvollisuudet tulee puolestaan nähdä sijoituspalvelun tarjoajan velvollisuuksien kääntöpuolena.

1.2 Tutkimuskysymys ja rajaukset

Tämän tutkielman tavoitteena on selvittää voimassaolevan oikeuden kanta siihen, miten sijoittajan yksilölliset ominaisuudet vaikuttavat sijoitusneuvonnan eri vaiheissa sijoituspalvelun tarjoajan velvollisuuksiin. Tutkimuskysymystä tarkastellaan sijoittajansuojan näkökulmasta.

Sijoitusneuvontaa tarjoaviin kohdistuu monenlaisia velvollisuuksia. Tässä tutkielmassa tarkastelu on rajattu käsittelemään sijoitusneuvontaa tarjoajan asiakasluokitteluvollisuutta, tiedonantovelvollisuutta ja selonottovelvollisuutta, jolloin esimerkiksi asiakasraportointi ja toimeksiantojen käsittelyä koskevat velvollisuudet jäävät tarkastelun ulkopuolelle. Toimeksiantojen toteuttamiseen liittyen lienee kuitenkin asianmukaista todeta, että palveluntarjoajan on toteutettava asiakkaan antamat toimeksiannot huolellisesti asiakkaan eduksi ja ilman aiheetonta viivytystä. Asiakasraportoinnin tarkoituksena puolestaan on antaa asiakkaalle riittävästi ja oikea-aikaisesti tietoa sijoituspalvelun tarjoajan tekemistä toimenpiteistä, jotta asiakas voi seurata ja arvioida niiden asianmukaisuutta.

⁹ Ks. sijoittajalta edellytettävästä tietoisuudesta esim. Norros 2009 s. 377–390.

¹⁰ Wuolijoen mukaan tietämisvelvoitteet ovat niin sanottuja oikeutettuja oletuksia tiedontasosta. Ks. Wuolijoki 2009, s. 355.

¹¹ Luukkonen 2016B, s. 119.

¹² Wuolijoki 2009, s. 365.

SipAL:n 10:2 mukaan sijoitusneuvonnan tarjoamisessa on toimittava rehellisesti, tasapuolisesti ja ammattimaisesti asiakkaan edun mukaisesti. Asiakkaan edun mukaisesti toimiminen edellyttää, että hänen yksilöllinen tilanteensa huomioidaan. Sijoitusneuvontaa tarjoavilla yrityksillä tulee olla asianmukaiset toimintaohjeet ja -menettelyt, joiden perusteella ne voivat ymmärtää asiakkaisiinsa liittyvät olennaiset seikat ja asiakkaille tarjolla olevien rahoitusvälineiden ominaispiirteet.

Sijoittajan ominaisuudet ovat merkittäviä, koska ne vaikuttavat moneen asiaan sijoitustoiminnassa, kuten sijoituspalvelun tarjoajan velvollisuuksiin. Ensinnäkin ne määrittävät millaista tuotetta tai palvelua tietyllä sijoittajalle suositella. Jotta sijoituspalvelun tarjoajat voivat arvioida rahoitusvälineiden soveltuvuutta asiakkaalle, tulee heidän tuntee asiakkaansa, mikä tapahtuu erilaisten selonottovelvollisuuksien avulla. Vaikka arvopaperimarkkinoiden keskeinen tehtävä on suojata sijoittajaa, vastaa kokematonkin sijoittaja lähtökohtaisesti tekemistään sijoituspäätöksistä, joten merkitystä on sillä, kuinka sijoituspalvelun tarjoaja arvioi sijoitustuotteen soveltuvuuden asiakkaalle. Kun sijoituspalvelun tarjoaja täyttää menettelytapavelvoitteensa ei hänelle synny korvausvelvollisuutta asiakasta kohtaan, vaikka tappio olisi merkittävä ja sijoittaja kokematon. Edelleen ominaisuudet vaikuttavat asiakkaan omiin tietämys- ja selonottovelvollisuuksiin.

Sijoittajansuoja ja sijoittajien yksilölliset ominaisuudet ovat kiinnostavia ja ajankohtaisia, koska niiden merkitystä on pohdittu laajasti viime vuosina vahvasti mediassa. Esi-merkiksi useat pankit ja sijoituspalveluyritykset ovat saaneet negatiivista palautetta huonoista toimintatavoistaan ja etenkin iäkkäisiin kohdistuva sijoitusneuvonta on ollut arvostelun kohteena. FIVA antoi myös keväällä 2017 antoi sakot neljälle sijoituspalveluita tarjoavalle yritykselle, johtuen muun muassa puutteellisista menettelytavoista ikäihmisten kohdalla¹³.

Sijoittajan yksilöllisiä ominaisuuksia ei kuitenkaan ole systematisoitu sääntelyssä. Näin ollen on ensin määritettävä sijoittajan ja sijoittamisen kannalta relevantteja ominaisuuksia. Relevantit ominaisuudet pyritään löytämään tulkitsemalla ja systematisoimalla voimassaolevaa oikeutta. Oikeuskirjallisuudessa sijoittajan yksilöllisinä ominaisuuksina on

¹³ ks. FIVA 19/02.04/2016, FIVA 20/02.04/2016, FIVA 21/02.04/2016 ja FIVA 21/02.04/2016.

mainittu esimerkiksi ikä, sijoituskokemus, koulutus, taloudellinen asema, äidinkieli, terveydentila ja riskinkantokyky.¹⁴

Tutkimusta tehdään kotimaisesta näkökulmasta, olettaen, että sijoitusneuvonta tapahtuu Suomessa. Lisäksi tarkastelu on rajattu koskemaan vain SipaL:n mukaista sijoitustoimintaa ja SipaL:n mukaisia tuotteita, jolloin mm. sijoitusvakuutukset ja määräaikaiset talletukset jäävät käsittelyn ulkopuolelle. Edellä mainitusta huolimatta lisääntynyt EU-sääntely tuo tutkimukseen kansainvälisen näkökulman. Tässä tutkimuksessa ei myöskään tarkastella sijoitusneuvonnan vahingonkorvausvastuuta, mutta vahingonkorvausoppia ja vahingonkorvausta koskevia tapauksia hyödynnetään silloin, kun niistä on apua määrittäessä relevantteja ominaisuuksia ja analysoitaessa niiden merkitystä sijoitusneuvonnassa¹⁵.

Tutkimus luonteeltaan oikeusdogmaattinen¹⁶. Oikeusdogmaattista tutkimusta voi kuitenkin tehdä erilaisin painotuksin ja tätä tutkimusta voidaan kuvailla ilmiö- tai ongelma-keskeisenä lainopin tutkimuksena. Tällaista valintaa puoltaa se, että perinteinen oikeusdogmaattinen tutkimus ei välttämättä yksin pysty antamaan haluttuja edellytyksiä kokonaiskuvan muodostamiselle. Tarkastelun kohteena ei ole tällöin yksittäinen normi, vaan oikeudellinen ongelma, joka syntyy tietyn normikokonaisuuden sisällä. Tämän tutkimuksen lähtökohtana on oikeudellinen ongelma, jonka ytimen muodostavat sijoitusneuvontaa koskeva sääntely. Ilmiökeskeisen lainopin näkökulma taas on laajempi, sillä yhden ongelman sijaan ilmiöön liittyy yleensä useita osatekijöitä, joiden avulla pyritään hahmottamaan kokonaisuutta.¹⁷

¹⁴ Ks. esimerkiksi Hoppu 2009, s. 256 ja Norros 2009, s. 384.

¹⁵ Vahingonkorvausvastuuseen liittyen on kuitenkin aiheellista mainita, että vahingonkorvausvastuusta säädetään SipaL 16 luvussa ja 16:1 mukaan sijoituspalveluyritys on velvollinen korvaamaan vahingon, jonka se ovat tahallaan tai huolimattomuudesta aiheuttanut asiakkaalle tai muulle henkilölle tämän lain, sen nojalla annettujen säännösten tai määräysten, rahoitusvälineiden markkinat -direktiivin perusteella annettujen Euroopan komission asetusten tai päätösten taikka korvausrahaston sääntöjen vastaisella menettelyllä.

¹⁶ Tätä tutkimusta olisi voinut myös tehdä oikeustaloustieteellistä metodologiaa hyödyntäen, mutta koska tutkimuksessa pyritään selvittämään voimassaolevan olevan oikeuden kantaa esitettyihin kysymyksiin, on oikeusdogmaattinen metodi mielekkäämpi. Lisäksi tutkimusta olisi voinut tehdä puhtaasti sosiaalisen siviilioikeuden metodologiaa hyödyntäen, johtuen kuluttajaoikeudellisesta näkökulmasta. Tutkimusta ei ole haluttu tehdä puhtaasti sosiaalisen siviilioikeuden näkökulmasta, sillä se edellyttäisi liiallista kiinnittymistä tiettyyn arvovalintaan. Metodista on kuitenkin paikoittain hyödynnetty pohdittaessa heikomman suojaa. Sosiaalisen siviilioikeuden metodista tarkemmin ks. esim. Wilhelmsson 1993, s. 23-38.

¹⁷ Ongelmakeskeisestä lainopista tarkemmin ks. esim. Kangas 1997 s. 94 ja ilmiökeskeisestä lainopista ks. esim. Hakapää 2008 s. 10.

1.3 Tutkimuksessa käytetyt keskeiset käsitteet

Tutkimuskysymyksen käsittelyn kannalta on olennaista ymmärtää muutamien peruskäsitteiden, kuten sijoituspalvelun, sijoitusneuvonnan ja rahoitusvälineen sisältö. Kaikki kolme ovat kytköksissä toisiinsa.

Sijoituspalvelun legaalimääritelmä löytyy SipaL:n 1:15 kohdasta. Sen mukaan sijoituspalveluja ovat toimeksiantojen välittäminen, toimeksiantojen toteuttaminen, kaupankäynti omaan lukuun, omaisuudenhoito, sijoitusneuvonta, liikkeeseenlaskun takaaminen, liikkeeseenlaskun järjestäminen, monenkeskisen kaupankäynnin järjestäminen sekä organisoidun kaupankäynnin järjestäminen. Sijoituspalveluiden tarjoaminen edellyttää toimilupaa ja niitä tarjoava on FIVA:n valvonnan alainen. Luvanvaraisuutta perustellaan sillä, että sijoittajilla on entistä riippuvaisempia yksilöllisistä suosituksista.¹⁸ Tätä on tarkasteltava sitä vasten, että aktiivisten sijoittajien määrä on kasvanut merkittävästi ja sijoittajille on tarjolla entistä moninaisempi ja runsaampi palvelujen ja rahoitusvälineiden valikoima.¹⁹ Sijoituspalvelujen tarjoamista koskevista menettelytavoista säädetään SipaL:n 10 luvussa. Sijoituspalveluiden määritelmät ovat relevantteja siksi, että muun sääntelyn soveltaminen vaihtelee riippuen siitä, mikä sijoituspalvelu on kyseessä.²⁰

Tämä tutkimus käsittelee sijoitusneuvontaa, joka on yksi sijoituspalveluiden muodoista. SipaL:n 1:15 kohdassa 5 sijoitusneuvonta määritellään yksilöllisen suosituksen antamiseksi asiakkaalle tiettyä rahoitusvälinettä koskevaksi liiketoimeksi. MiFID II:n 4 artiklan määritelmän mukaan sijoitusneuvonta merkitsee joko asiakkaan pyynnöstä tai sijoituspalveluyrityksen aloitteesta tapahtuvaa yksilöllisten suositusten antamista asiakkaalle liittyen yhteen tai useampaan rahoitusvälineillä toteutettavaan liiketoimeen. SipaL:n määritelmä on hieman suppeampi, mutta muuten määritelmät ovat samankaltaiset.²¹

Sijoitusneuvonnan määritelmien yleisluontoisuutta on kritisoitu. Kotimaisissa esitöissä sisältöä ei tarkemmin pohdita, mutta tulkinta-apua löytyy MiFID:n valmistelu- ja tulkintamateriaalista.²² CESR:n tulkintasuosituksen mukaan sijoitusneuvonta tulisi määritellä suhteellisesti varmistaen, että sijoittajia suojellaan asianmukaisesti. Tämän vuoksi mää-

¹⁸ MiFID-direktiivin johtolause 3.

¹⁹ MiFID-direktiivin johtolause 2.

²⁰ Manninen 2010, s. 3-4.

²¹ Hallituksen esityksessä on kuitenkin mainittu, että sijoitusneuvontaa voidaan antaa niin asiakkaan kuin palveluntarjoajan aloitteesta, ks. HE 43/2007, s. 43.

²² Salo 2016, s. 173.

ritelmän tulisi olla joustava ja relevantit olosuhteet huomioiva. Lisäksi vaikka suositus on sijoitusneuvonnan keskiössä, ei senkään merkitystä lainsäädännössä avata yksityiskohtaisemmin. CESR:n tulkintasuosituksen mukaan suositukselle tulisi antaa sen luonnollinen merkitys.²³ Tästä voitaneen päätellä, ettei suosituksen muodolla ole ratkaisevaa merkitystä, vaan kirjallinen kuin suullinenkin suositus katsotaan sijoitusneuvonnaksi. Luonnollinen merkitys saattaa myös viitata kokonaisvaltaiseen arviointiin, jolloin sijoitusneuvonta ei välttämättä olisi sanallinen eikä kirjallinen, vaan se muodostuisi kokonaisharkinnan pohjalta.²⁴

Sijoitusneuvonnan selkein ominaispiirre on sen yksilöllisyys. Yksilöllisellä suosituksella tarkoitetaan suositusta, joka annetaan henkilölle tämän toimiessa sijoittajana tai mahdollisena sijoittajana tai tällaisen sijoittajan asiamiehenä. Suosituksen tulee olla tietylle henkilölle suunnattu, ja se on esitettävä kyseiselle henkilölle soveltuvana, tai sen on oltava sellainen, että siinä on otettu huomioon henkilön yksilölliset olosuhteet kuten sijoitustavoitteet ja riskinottokyky. Suositus voidaan poikkeuksellisesti katsoa yksilölliseksi, vaikkei asiakkaan henkilökohtaisia olosuhteita olisi otettu huomioon suositusta annettaessa, mikäli suositus esitetään asiakkaalle soveltuvana²⁵. Yksilöllinen suositus sisältää suosituksen tietyn rahoitusvälineen (yhden tai useamman) ostamista, myymistä, merkitsemistä, vaihtamista, lunastamista, hallussapitoa tai tällaiseen rahoitusvälineeseen liittyvän merkintäsitoumuksen antamista, taikka tietyn rahoitusvälineeseen perustuvan osto-, myynti-, merkitsemis-, vaihtamis- tai lunastusoikeuden käyttämistä tai käyttämättä jättämistä.²⁶ Myös suositus liiketoimen ajankohdasta tai suuruudesta voidaan katsoa sijoitusneuvonnaksi.²⁷

Yleisluontoiset suositukset eivät ole sijoitusneuvontaa. Sääntelyssä henkilökohtaiset sijoitussuosituksia on erotettu yleisemmistä, yleisölle tarkoitetuista sijoitussuosituksista. Näin ollen yleiset sijoitussuosituksia, kuten osakemarkkinaraportit, jotka on annettu useille asiakkaille samanaikaisesti, tai lehdistä löytyvät osta, pidä ja myy suositukset, eivät ole sijoitusneuvontaa, vaan sijoitussuosituksia²⁸. Pelkkä tuotteiden esittely ei esimerkiksi ole sijoitusneuvontaa²⁹, kuten ei myöskään avoimella internetsivustolla esitetty suositus, joka ei ole muokattu juuri tietylle henkilölle sopivaksi. Markkinointismateriaa-

²³ CESR/05-290b, s. 7.

²⁴ Salo 2016, s. 174.

²⁵ MiFID 52 artikla ja ks. myös Manninen 2008, s. 5-7.

²⁶ HE 43/2007, s. 43-44.

²⁷ CESR/05-290b, s. 8.

²⁸ Sijoitussuosituksia säännellään markkinoiden väärinkäyttöasetuksessa.

²⁹ Sundberg – Nousiainen 2013, s. 68.

lissa saattaa myös olla vastuunrajoituslauseke, jossa on suoraan todettu, ettei suositusta ole tarkoitettu yksilölliseksi. Tällaisia lausekkeitä käytetään laajasti esimerkiksi sijoituspalveluyritysten markkinointimateriaalissa ja sanomalehdissä.³⁰

Edelleen rahoitusvälineen määritelmä liittyy kiinteästi sijoitusneuvontaan³¹, sillä sijoitusneuvonta koskee liiketoimea rahoitusvälineellä. Jos neuvo annetaan muusta kuin rahoitusvälineestä, kyseessä ei ole lain tarkoittama sijoitusneuvonta. Rahoitusväline määritellään yksityiskohtaisesti SipaL:n kohdassa 1:14. Yleisellä tasolla rahoitusvälineellä tarkoitetaan AML:n mukaista arvopaperia ja erilaisia johdannaissopimuksia. Rahoitusvälineen määritelmä on kuitenkin laaja, sillä se kattaa käytännössä suurimman osan rahoitusmarkkinoilla tarjolla olevista sijoituskohteista, kuten esimerkiksi erilaiset optiot, termiinit ja johdannaissopimukset. Johdannaissopimusten kohde-etuutena voi olla esimerkiksi arvopaperi, indeksi, muu tunnusluku tai hyödyke.³² Rahoitusvälineen ei tarvitse arvopaperin tavoin olla vaihdantakelpoinen, yleiseen liikkeeseen saatettu tai saatettava ja lajiesinemäinen, vaan se voi olla myös kahdenvälinen sopimus.³³ Rahoitusvälineen määritelmän ulkopuolelle jäävät esimerkiksi sijoitussidonnaiset henkivakuutukset³⁴ ja fyysiset hyödykkeet, kuten kulta.

1.4 Oikeuslähteet ja sääntelyn rakenne

Tutkimuskysymyksen kannalta on olennaista ymmärtää sijoituspalvelulainsäädännön rakenne. Aiheeseen liittyvä säädöspohja on osittain vaikeasti hallittava ja se on ollut viime vuosina jatkuvan muutoksen kohteena. Alla on pyritty selventämään, mistä olennainen sääntely koostuu, ja millainen suhde eritason sääntelyllä on toisiinsa.

Sijoituspalveluita koskeva sääntely hajanaista ja moniportaista. Sääntelyä on paljon³⁵ ja usealla tasolla: laissa, sellaisenaan voimassa olevissa EU:n asetuksissa, direktiiveissä ja FIVA:n itsesääntelyssä. EU-lainsäädännön harmonisointi on tuonut muutoksia ja lisän-

³⁰ Wuolijoki 2009, s.168.

³¹ Tässä tutkielmassa rahoitusvälineen synonyyminä käytetään sijoitustuote –sanaa.

³² Hoppu 2009, s. 38-39.

³³ Knuts – Parkkonen 2014, s. 24.

³⁴ Sijoitussidonnaisia vakuutuksia koski aiemmin asianmukaisuusarviointi, joka on soveltuvuusarviointia kevyempi menettely. Kevyempää menettelyä kritisoitiin, koska se ei taannut sijoittajille tarvittavaa suojaa. Vakuutusten tarjoamista koskeva direktiivi (IDD-direktiivi) paransi sijoittajien suojaa yhdenmukaistamalla käytäntöjä. Myös ns. PRIIPS-asetus on parantanut sijoittajien suojaa markkinoitaessa sijoitussidonnaisia vakuutuksia. Asetuksella veloitetaan ei-ammattimaisille sijoittajille tarjottavan PRIIP-tuotteen kehittäjä laatimaan tuotteesta lyhyt, yleistajuinen ja määrämuotoinen avaintietoasiakirja, jonka tarkoitus on helpottaa tuotteiden vertailtavuutta ja sijoituspäätöksen tueksi tarvittavien tietojen saatavuutta helposti ymmärrettävässä muodossa.

³⁵ Sääntelyn suurta määrää on kritisoitu runsaasti. Ks. esim. Wuolijoki 2016, s. 4.

nyt lainsäädäntöä merkittäväksi. Sääntely on EU:ssa täysharmonisoitu vuodesta 2007 lähtien rahoitusvälineiden markkinoista annetulla direktiivillä (jäljempänä MiFID-direktiivi) ja sitä täydentävällä sääntelyllä. Täydentävän sääntelyn osalta merkityksellisiä ovat komission täytäntöönpanoasetus ja komission täytäntöönpanodirektiivi.

Suomalaisessa lainopin teoriassa oikeuslähteet on perinteisesti jaettu kolmeen ryhmään niiden velvoittavuuden perusteella: vahvasti velvoittaviin, heikosti velvoittaviin ja sallituihin oikeuslähteisiin.³⁶ Tällainen perinteinen Aarniolainen jaottelu ei kuitenkaan huomioi EU-oikeuden asemaa, joka on tässä tutkimuksessa keskeinen, koska kansallinen sijoituspalvelulainsäädäntö perustuu pitkälti EU-sääntelyyn. Modernimmassa oikeuslähdejaottelussa muun muassa Siltala on huomionnut EU-oikeuden aseman. Siltalan ja Aarnion oikeuslähteopit ovat lähellä toisiaan ja tässä tutkimuksessa hyödynnetään näitä molempia.³⁷

Tämän tutkielman kannalta keskeisimmät EU-säädökset sisältyvät MiFID:iin ja MiFID II:een, jotka ovat sijoitusneuvonnan sääntelyn taustalla. Direktiivien keskeisimmät tavoitteet ovat tehostaa rahoituspalveluiden sisämarkkinoita ja parantaa sijoittajansuojaa. Tähän pyritään esimerkiksi lisäämällä läpinäkyvyyttä.³⁸ MiFID II julkistettiin alkukesästä 2014 ja se tuli kansallisesti voimaan 3.1.2018.³⁹ MiFID II vahvistaa sijoittajansuojaa entisestään ja pyrkii palauttamaan markkinoiden luottamusta finanssikriisin jälkeen.^{40, 41} MiFID-direktiivit toivat mukanaan myös niin sanottuja menettelytapasäännöksiä, joilla komission direktiiviehdotuksen mukaan suojataan asiakkaita toimeksiantosuhteessa sijoituspalvelun tarjoajaan.⁴² Menettelytapasäännökset ovat lainsäädäntöä yksityiskohtaisempia ja niitä hyödynnetään tässä tutkielmassa analysoitaessa sijoitusneuvontaa tarjoavan velvollisuuksia.

³⁶ Huomioitavaa on, että ryhmittely koskee sellaisenaan kuitenkin vain käytännön lainsoveltamista. Oikeuslähteiden jaottelusta yksityiskohtaisemmin ks. Aarnio 1989, s. 220-222.

³⁷ Siltala 2003, s.224, 321-323.

³⁸ Moloney 2008, s. 356-378.

³⁹ Direktiivin oli tarkoitus tulla voimaan samanaikaisesti markkinoiden väärinkäyttöä koskevan sääntelyn kanssa. Sääntelyn implementointi osoittautui kuitenkin haasteelliseksi ja Euroopan komissio myönsi sen soveltamiselle vuoden lisäajan. Varsinaisen direktiivin ja asetuksen lisäksi alemman tason sääntelyä on tuhansia sivuja. ESMA on lisäksi julkaissut kolmostason sääntelynä ohjeita tiettyjen MiFID II-säännösten soveltamisesta ja kakkostason sääntelynä teknisiä sääntelystandardeja ja teknisiä täytäntöönpanostandardeja.

⁴⁰ MiFID II:n johdantolause 4.

⁴¹ Kansallinen hallituksen esitys HE 151/2017 koskien MiFID II-sääntelyn tuomia muutoksia julkaistiin vasta 26.10.2017 eli vasta noin kaksi kuukautta ennen kuin sääntely tulee voimaan. Hallituksen esityksen julkaisuaikakohtaa voidaan pitää varsin myöhäisenä etenkin, kun huomioidaan sääntelyn suuri määrä.

⁴² Manninen 2010, s- 6-7.

MiFID-direktiivit on laadittu niin sanotulla Lamfalussy-prosessilla, mikä tarkoittaa, että, sääntely on jaettu neljään tasoon. Jokaisella tasolla on pyritty siihen, että lainsäädännön valmistelu olisi avointa, ja että osapuolia kuullaan laajasti⁴³. Ykköstason sääntelyn muodostavat Euroopan parlamentin ja neuvoston puitesäädökset eli direktiivit tai asetukset, joissa säädetään yleisistä periaatteista ja valtuutetaan komissio antamaan kakkostason täytäntöönpanotoimenpiteitä. Ykköstason säädöksiä ovat muun muassa MiFID ja MiFID II-direktiivit. Kakkostasolla komissio antaa teknisiä täytäntöönpanosäädöksiä käyttäen apunaan Euroopan arvopaperikomiteaa ja kansallisista valvontaviranomaisista koostuvaa Euroopan rahoitusmarkkinaviranomaista (jäljempänä ESMA). ESMA:a vastaava taho oli aiemmin arvopaperimarkkinavalvojien komitea, CESR. ESMA neuvoo komissiota tarvittaessa standardien täytäntöönpanosta. Kolmostaso perustuu kansallisten valvontaviranomaisten yhteistyöhön ja ESMA:n ohjeisiin ja suosituksiin, joiden tarkoituksena on varmistaa säännösten yhtenäinen soveltaminen EU:ssa. Neljännellä tasolla komissio valvoo annettujen yhteisön säännösten noudattamista jäsenvaltioissa.⁴⁴

ESMA:lla on merkittävä asema sääntelyn täsmentäjänä. ESMA voi laatia luonnoksia kakkostason teknisiksi sääntely- ja täytäntöönpanostandardeiksi, jotka tulevat lopuksi komission hyväksyttäviksi. Komission hyväksymät tekniset standardit ovat aina sitovaa sääntelyä. Pyrkimyksenä on, ettei komissio enää muuttaisi ESMA:n teknisiä standardeja. Näiden standardien lisäksi ESMA voi laatia erilaisia suosituksia ja ohjeita. ESMA:n on kuitenkin pääsääntöisesti kuultava finanssialan toimijoita ja arvopaperimarkkina-alan osallisyhmää kaikista valmisteilla olevista teknisistä standardeista, ohjeista ja suosituksista. Kansallisten viranomaisten ja tiettyjen finanssimarkkinoiden toimijoiden on noudatettava ESMA:n ohjeita ja suosituksia tai perusteltava niistä poikkeamiset.⁴⁵

Myös kansallinen sijoituspalvelulainsäädäntö on koettu monimutkaiseksi ja sitä yritettiin parantaa arvopaperimarkkinalainsäädännön kokonaisuudistuksella vuonna 2013. Lainsäädännöstä pyrittiin tekemään ymmärrettävämpää, parantaa luettavuutta ja poistaa tulkintaongelmia. Tämä toteutettiin muun muassa jakamalla säännökset useampiin lakeihin. Sijoituspalvelujen tarjoamista koskevat menettelytapasäännökset yhdistettiin sijoituspalveluyrityksistä annetun lain säännösten kanssa uudeksi sijoituspalvelulaiksi.⁴⁶ Sijoituspalvelulaki ja arvopaperimarkkinalaki ovat tärkeitä lähteitä tässä tutkielmassa.

⁴³ Final report of the Committee of Wise Men on the Regulation European Securities Markets, s. 32.

⁴⁴ Ryan 2007, s. 14-16.

⁴⁵ Häyrynen – Kajala 2013, s. 25-27 ja 34.

⁴⁶ Häyrynen – Kajala 2013, s. 18-20.

Kansallisen ja EU-lainsäädännön lisäksi sijoituspalveluita koskee suuri määrä itsesääntelyä, joka on sekä kansallista että EU-tasoista.⁴⁷ Merkittävimpiä ovat CESR:n, ES-MA:n ja FIVA:n sääntely. MiFID-direktiiveihin perustuvat tarkemmat kansalliset ohjeet löytyvät FIVA:n standardeista sekä määräyksistä ja ohjeista.⁴⁸ Koska merkittävä osa uudesta MiFID II:een liittyvästä tarkentavasta sääntelystä on annettu suoraan sitovina asetuksina, on kansalliselle itsesääntelylle muodostunut aiempaa pienempi rooli.⁴⁹

FIVA:n määräykset ovat velvoittavia oikeussääntöjä, joita on noudatettava. FIVA antaa määräyksiä ainoastaan siihen valtuuttavan lain sääntöjen nojalla, ja sen rajoituksia noudattaen. Lisäksi FIVA antaa ohjeita, joissa esitetään tulkintoja lainsäädännön tai muun velvoittavan sääntelyn sisällöstä. Ohjeet sisältävät sekä suosituksia että toimintaohjeita. Ohjeilla edistetään hyvien menettelytapojen noudattamista finanssimarkkinoilla, oikeusvarmuutta ja valvottavien ohjaus- ja valvontajärjestelmien luotettavuutta. Ohjeet eivät ole oikeudellisesti velvoittavia oikeussääntöjä, mutta jos valvottava tai muu finanssimarkkinoilla toimiva toimii FIVA:n tulkinnan vastaisesti, voi FIVA puuttua toimintaan lain rikkomisen johdosta.⁵⁰ Etenkin FIVA:n määräykset ja ohjeet 16/2013, jotka koskevat finanssipalvelujen tarjoamisessa noudatettavia menettelytapoja, ovat merkittäviä tämän tutkielman osalta, koska niissä otetaan hyvin seikkaperäisesti kantaa siihen mitä tietoja asiakkaista on hankittava ja toisaalta mitä tietoja on annettava.⁵¹

Perinteisessä oikeuslähdejaottelussa ohjeet ja suositukset eli niin sanonut soft law tyyppiset sitomattomat kannanotot kuuluvat sallittuihin oikeuslähteisiin.⁵² Soft law:n asemassa voidaan lisäksi pitää komission ylläpitämää kysymys- ja vastauspalstaa (Your Questions on MiFID), jossa esitetään tulkintoja MiFID-sääntelystä. Kysymys- ja vastauspalstaa hyödynnetään tulkinta-apuna. Komissio on korostanut, etteivät vastaukset ole samassa asemassa komission tiedonantojen kanssa, eivätkä vastaukset välttämättä

⁴⁷ Itsesääntelyllä on arvopaperioikeudessa ollut perinteisesti merkittävä asema, koska 1980-luvulle asti arvopaperioikeus perustui pääasiassa itsesääntelyyn ks. esim. Hoppu 2009, s.18.

⁴⁸ Salo 2016, s.51-52.

⁴⁹ MiFID II:n johdantolause 58.

⁵⁰ http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Saantely/Maarayskokoelma/Uusi/Pages/oikeudellinen_luonne.aspx. Viitattu 24.10.2018.

⁵¹ Kansallinen sääntelyn voidaan myös sanoa noudattavan edellä mainittua Lamfalussy-prosessia, koska MiFID-direktiivin säännökset ovat laissa ja komission täytäntöönpanodirektiivien säädösten puolestaan FIVA:n SipaL:n 10:16 nojalla antamassa määräykset ja ohjeet 16/2013:ta. Ks. Wuolijoki 2009 s. 162.

⁵² Soft law on kuitenkin käsitteenä epämääräinen, ja sen oikeuslähdeopillista arvoa on vaikea määrittää täsmällisesti. Esimerkiksi oikeuskirjallisuudessa on esitetty, että soft law –materiaalin asema on jossain määrin epäselvä, sillä on pohdittu myös voisiko se sittenkin kuulua heikosti velvoittavien oikeuslähteiden joukkoon. On kuitenkin katsottu, että soft law:n painoarvoon vaikuttaa sen sisällöllinen hyväksyttävyyys yksittäistapauksissa. Ks. esim. Määttä 2006, s. 562-567.

kuvaa komission virallista näkemystä. Vaikka palstalla ei varsinaista normatiivista vaikutusta olekaan, on sillä käytännössä tulkintavaikutusta, koska komissio laatii vastaukset yhteistyössä jäsenvaltioiden ja valvontaviranomaisten kanssa. Tulkintavaikutusta vahvistaa myös se, että komissio valvoo kansallista toimeenpanoa.⁵³

Lisäksi tässä tutkimuksessa hyödynnetään runsaasti ratkaisukäytäntöä, koska se on hellemällistä tutkimuskysymyksen tarkastelun kannalta. Tutkimusteemaan liittyviä prejuddikaatteja on kuitenkin varsin vähän⁵⁴, joten APL:n ratkaisuja on hyödynnetty laajemmin. On kuitenkin huomioitava, että lautakunnan ratkaisut ovat suositusluontoisia, eikä niillä ole merkittävää oikeuslähdearvoa. Ratkaisut ovat kuitenkin käytännössä merkityksellisiä, koska ei-ammattimaisen sijoittajan ja sijoituspalveluyrityksen välinen riita ratkaistaan useimmissa tapauksissa lautakunnassa. Lisäksi APL:n ratkaisusuosituksia noudatetaan lähes poikkeuksetta.

Sijoitusneuvontaan liittyy myös sopimusoikeudellisia yhtymäkohtia, joita ei voida tässä tutkimuksessa sivuuttaa. Esimerkiksi sijoituspalvelun tarjoajan velvollisuudet pohjautuvat usein sopimusoikeuden yleisiin oppeihin. Sopimusoikeudellisia periaatteita voidaan tästä syystä hyödyntää tulkittaessa velvollisuuksien vahvuutta, ja esimerkiksi sijoitusneuvojan asiantuntija-aseman ja lojaliteettivelvollisuuden merkitystä. Lojaliteettivelvollisuudella tarkoitetaan sitä, että osapuolella on jossain määrin velvollisuus huomioida myös toisen osapuolen keskeiset intressit, vaikka siitä ei osapuoli itse hyötyisi.⁵⁵ Toisaalta keskeinen sopimusoikeudellinen periaate, heikomman suoja, on olennainen osa asiakkaan ja sijoitusneuvojan välistä suhdetta.⁵⁶ Heikomman osapuolen suojelussa on kyse siitä, että pyritään estämään vahvemman osapuolen mahdollisuus hyötyä asemastaan epäoikeudenmukaisella tavalla.⁵⁷ Sopimuksista halutaan näin tehdä tasapainoisempia.⁵⁸ Heikomman suojeleminen on niin vahvaa, että sitä voidaan pitää sopimusoikeudelli-

⁵³ Wuolijoki 2009, s. 163.

⁵⁴ Sijoituspalveluita koskevia KKO:n ratkaisuja on vain yksi, mutta muihin asiantuntijapalveluihin liittyviä ratkaisuja löytyy ja niistä on tässä tutkimuksessa haettu tulkinta-apua.

⁵⁵ Hoppu 2009 s. 180.

⁵⁶ Vaikka useita lainsäädäntötoimia perustellaan juuri suojeluperiaatteella, ei heikomman eduksi oleva lainsäädäntö kuitenkaan välttämättä ole ristiriidassa vahvemman osapuolen etujen kanssa, sillä juuri vaikeiden epäkohtien poistaminen voi lisätä esimerkiksi asiakkaiden luottamusta kysymyksessä olevaan alaan.

⁵⁷ Mononen 2001, s.152 ja 156-157.

⁵⁸ Wilhelmsson 2008, s.1-34.

sena periaatteena.⁵⁹ Myös KSL:sta saadaan tulkinta-apua erityisesti arvopaperien markkinoinnin sekä asiakassuhteeseen liittyvien menettelytapojen osalta.⁶⁰

1.5 Tutkimuksen rakenne

Sijoitusneuvontaprosessi voidaan jakaa useisiin vaiheisiin, jotka ajoittuvat pääosin aikaan ennen sijoituspäätöksen tekemistä. Tässä tutkimuksessa sijoitusneuvonta on jaettu vaiheisiin sijoituspalveluyritykseen kohdistuvien lainsäädännössä asetettujen velvoitteiden perusteella. Velvollisuuksia on myös pyritty käsittelemään varsinaista sijoitusneuvontatilannetta vastaavassa järjestyksessä, mutta osa velvollisuuksista, kuten tiedonantovelvollisuuden ja selonottovelvollisuuden täyttäminen ovat kuitenkin samanaikaisesti tapahtuvia. Valitulla rakenteella pyritään tutkimuksen johdonmukaiseen etenemiseen ja ymmärrettävyyteen.

Tässä luvussa esiteltiin tutkimuksen lähtökohdat, tutkimuskysymys- ja rajaukset ja tutkimusmenetelmä. Tämän jakson tarkoituksena oli antaa yleiskuva tutkimusprosessin vaiheista ja sen taustalla vaikuttavista tekijöistä sekä kuvata sitä ympäristöä, johon tutkielma työnä sijoittuu. Tarkoituksena oli lisäksi esitellä kirjoittajan näkemyksiä siitä, millaisten lähtökohtien valossa lähestytään tutkimuskysymystä.

Johdantoluvun jälkeen ryhmitellään sijoittamisen kannalta relevantteja sijoittajan yksilöllisiä ominaisuuksia ja pyritään tulkitsemaan niiden merkitystä sijoitusneuvonnassa. Tämä on tarpeen, jotta tiedetään, mitä seikkoja ylipäättänsä tutkintaan. Lisäksi esitetään perusteluita ominaisuuksien huomioimiseksi. Tässä esiin tuodut ominaisuudet ovat tämä tutkimuksen ydin ja niiden vaikutusta arvioidaan sijoitusneuvonnan eri vaiheissa suhteessa sijoituspalvelun tarjoajan velvollisuuksiin.

Kolmannessa luvussa käsitellään asiakkaan tuntemista ja asiakasluokittelua. Asiakkuuden aloittamisen edellytyksenä on asiakkaan tunteminen. Seuraava vaihe on asiakasluokittelu, joka on myös tehtävä ennen sijoituspalvelun tarjoamista. Asiakasluokka antaa kuvan asiakkaan kokemuksesta ja osaamista. Asiakasluokittelun avulla palveluntarjoaja tietää, millaisia menettelytapoja asiakkaan kanssa on noudatettava ja se toimii lähtökohtana arvioitaessa osapuolten velvollisuuksia. Tässä luvussa pohditaan myös luokit-

⁵⁹ Hemmo 2003 I, s. 19-24.

⁶⁰ Salo 2016, s. 51-52.

telun merkitystä sijoittajansuojan kannalta ja tuodaan myös esiin asiakasluokitteluun liittyviä ongelmakohtia.

Neljännessä luvussa käsitellään tiedonantovelvollisuutta. Sijoituspalvelun tarjoajan tiedonantovelvollisuus voidaan jakaa yleiseen ja tapauskohtaiseen tiedonantovelvollisuuteen. Tiedonantovelvollisuuden avulla pyritään antamaan asiakkaille riittävät tiedot, jotta he saisivat oikean kuvan tarjottavasta palvelusta tai tuotteesta ja siihen liittyvistä riskeistä.⁶¹ Tässä luvussa pohditaan erityisesti mitä tietoja on annettava ja kuinka paljon, sekä minkälaiset seikat yleensäkin vaikuttavat annettavaan tietoon. Lisäksi pohditaan laajasti kuinka sijoittajan yksilölliset ominaisuudet vaikuttavat tiedonantovelvollisuuteen. Lopuksi tuodaan esiin informaation määrään liittyviä ongelmia.

Viidennessä luvussa käsitellään sijoituspalvelun tarjoajan selonottovelvollisuutta. Selonottovelvollisuuden avulla pyritään keräämään asiakkaasta tietoja, jonka perusteella asiakkaalle voidaan tarjota sopivia rahoitusvälineitä ja palveluita. Lopuksi arvioidaan sijoittajan yksilöllisten ominaisuuksien merkitystä selonottovelvollisuuden laajuuteen.

Kuudennessa luvussa käsitellään sijoituspalvelun tarjoajan neuvontavelvollisuutta ja soveltuvan rahoitusvälineen valintaa. Tässä luvussa analysoidaan niitä seikkoja, jotka vaikuttavat soveltuvan sijoituskohteen valintaan. Lisäksi avataan sijoitusotteiden riskitason ja monimutkaisuuden merkitystä sijoituskohteen valinnassa. Tällainen tarkastelu mahdollistaa analyysin yksilöllisten ominaisuuksien vaikutuksista sijoituskohteen valintaan. Lopuksi tutkielman viimeisessä luvussa kootaan tutkimusprosessin aikana tehdyt keskeiset löydökset ja arvioidaan tutkimustulosten merkitystä.

2 SJOITTAJAN YKSILÖLLISISTÄ OMINAISUUKSISTA

2.1 Sijoittajan yksilöllisten ominaisuuksien merkityksestä

Edellä on tullut ilmi, että sijoitusneuvontaa tarjotaan erilaisille asiakkaille. Asiakkaat voivat olla kaikkea institutionaalisista sijoittajista kuluttajiin ja pienyrittäjiin, joilla ei välttämättä ole lainkaan kokemusta sijoitustoiminnasta. Tämä johtaa siihen, että sijoitusneuvontaa annetaan hyvin erilaisista lähtökohdista, eikä kaikkia voi, eikä kannata kohdella samalla tavalla. On sekä asiakkaan että sijoituspalvelun tarjoajan etu, että asiakkaan yksilölliset ominaisuudet selvitetään, sillä niillä on merkitystä tuotteen ja palve-

⁶¹ HE 43/2007 vp s. 93.

lun soveltuvuuden kannalta, ja ne vaikuttavat myös sijoittajan päätöksentekoon sekä käyttäytymiseen. Tuotteen ja palveluiden soveltuvuuden arviointi on myös sijoituspalvelun tarjoajan velvollisuus, sillä asiakas ei sijoitusneuvonnassa ei itse päättä tuotteen tai palvelun soveltuvuudesta tai tuotteen riskiprofiilin soveltuvuudesta itselleen.⁶² Sijoitusneuvonnassa asiakkaan sijoittajaprofiili ja siihen perustuva sijoitusneuvo ovat saumattomasti yhteydessä toisiinsa – tai näin ainakin tulisi olla⁶³. Toisin sanoen on ensisijaisen tärkeää selvittää asiakkaan yksilöllinen tilanne ennen kuin annetaan varsinaista sijoitusneuvoa. Viime kädessä sijoittaja kuitenkin päättää itse, ostaako hän suositellun tuotteen vai ei ja kantaa päätökseensä kuuluvan riskin. Sijoitusneuvonnan määritelmästä käy myös ilmi, että se sisältää jo itsessään yksilöllisten ominaisuuksien huomioimisen: *”sijoitussuosituksen tulee olla tietylle henkilölle suunnattu ja se on esitettävä kyseiselle henkilölle soveltuvana tai sen on oltava sellainen, että siinä on otettu huomioon henkilön yksilölliset olosuhteet muun muassa sijoitustavoitteet ja riskinotto-kyky”*.

Sen lisäksi, että yksilölliset ominaisuudet ovat olennaisia arvioitaessa tietyn tuotteen tai palvelun soveltuvuutta, ovat ne myös relevantteja arvioitaessa sijoituspalvelun tarjoajan velvollisuuksia asiakastaan kohtaan sijoitusneuvonnassa. Ominaisuudet on huomioitava arvioitaessa, mitä tietoja sijoittajalle annettava ja toisaalta, millaisia seikkoja sijoittajasta on selvitettävä. Sijoittajan ominaisuudet voivat joko laajentaa tai supistaa sijoituspalvelun tarjoajan velvollisuuksia. Mikäli asiakas on esimerkiksi erityisen asiantunteva laajenee hänen omat tietämis- ja selonottovelvollisuutensa, kun taas asiakkaan ollessa kokematon korostuvat sijoituspalvelun tarjoajan velvollisuudet. Asiakasta koskevien velvollisuuksien konkreettinen sisältö siis vaikuttavaa sijoituspalvelun tarjoajan velvollisuuksiin ja päinvastoin. Näin ollen myös sijoittajaa koskevat velvollisuudet on huomioitava analysoitaessa sijoituspalvelun tarjoajan velvollisuuksia. Ominaisuudet ovat yhdessä osa sijoitusneuvonnan kontekstia, joka ohjaavat sijoitusneuvojan velvollisuuksien tulkitusta⁶⁴. Kyse on aina kokonaisarvioinnista, eikä yksittäinen ominaisuus ole ratkaiseva arvioitaessa tuotteen tai palvelun soveltuvuutta taikka sijoituspalvelun tarjoajan velvollisuuksia. Toisaalta yksilölliset ominaisuudet vaikuttavat myös toisiinsa.

Sijoittajan tietämis- ja selonottovelvollisuudessa on yksinkertaisimmillaan kyse siitä, että sijoittajan tulee perehtyä hänelle annettuun materiaaliin ennen sijoituspäätöstä, mikäli hän laiminlyö velvollisuuden tehdä näin, kantaa hän myös itse tästä johtuvat riskit.

⁶² ESMA/2012/387, s. 5.

⁶³ Luukkonen 2016A, s. 294.

⁶⁴ Salo 2016, s. 210 ja s. 290.

Näin ollen sijoittaja menettää lähtökohtaisesti mahdollisuutensa vedota sellaiseen seikkaan, josta hänen olisi pitänyt ottaa itse selvää. Kyseessä ei ole kuitenkaan velvoite velvoiteoikeudellisessa mielessä, vaan enemmänkin toimitapaodotuksesta. Lainsäädäntöön ei myöskään ole kirjattu varsinaista sijoittajan selonottovelvollisuutta.⁶⁵ Tämä perustuu siihen, että laajat tiedonantovelvoitteet on säädetty olettaen, että rationaalisesti toimiva sijoittaja itse tutustuu hänelle annettuun aineistoon⁶⁶.

Sijoittajan selonottovelvollisuuden sisältö ole yksiselitteinen, vaan se ratkaistaan aina *in casu*. Selvää on kuitenkin, että velvollisuus koskee kaikkia sijoittajia heidän asiakasluokituksestaan riippumatta. Asiakasluokka tulee kuitenkin huomioida. Velvollisuuden sisällöstä voidaan antaa ohjeita APL:n ratkaisukäytännön perusteella. Yksi keskeisimmistä ohjeista on jo edellä mainittu velvollisuus tutustua sopimusehtoihin ja annettuihin tietoihin ennen sopimuksen allekirjoittamista. Allekirjoittamalla asiakassopimuksen asiakas hyväksyy sopimusehdot ja samalla vakuuttaa, että sijoitusneuvoja on antanut hänelle sopimuksessa mainitut tiedot.⁶⁷ Lisäksi asiakas sitoutuu noudattamaan sopimusvelvoitteita.⁶⁸ Mikäli asiakas ei puolestaan ymmärrä sopimusehtoja tai muita annettuja tietoja, on hän velvollinen esittämään lisäkysymyksiä epäselvistä seikoista.⁶⁹ Asiakkaan tulee myös reagoida sijoitusneuvojalta saatuihin raportteihin, esimerkiksi reklamoimalla, jos hän havaitsee puutteita.⁷⁰ Ja toisaalta, mikäli asiakas ei saa luvattuja raportteja, voi siihenkin olla velvollisuus reagoida.⁷¹ Sijoittajan kuuluu myös vastata sijoituspalvelun tarjoajan kysymyksiin. Edelleen asiakkaalla saattaa olla myös velvollisuus ymmärtää tietyt sijoitustoiminnan lainalaisuudet.⁷²

Kun arvioidaan, millaiseksi sijoittajan velvollisuus muodostuu, tulee Hopun mukaan antaa merkitystä asiakkaan yksilöllisille ominaisuuksille. Huomioon tulee ottaa muun muassa asiakkaan yksilöllinen ymmärryskyky, tietotaso, sijoituskokemus, koulutus ja elämäntilanne. Edellä mainittu pätee myös arvioitaessa saman sijoittajaluokituksen

⁶⁵ Sijoittajan selonottovelvollisuutta koskeva terminologia ei myöskään täysin vakiintunut vaan velvollisuudesta käytetään useita termejä, tosin perusidea pysyy samana. Oikeuskirjallisuudessa on käytetty esimerkiksi seuraavia termejä: sijoittajan omat tietämis- ja selonottovelvollisuudet (Wuolijoki 2009 s. 333), sijoittajan huolellisuusvelvollisuus (Hoppu 2009, s. 255), sijoittajan selonottovelvollisuus (Luukkonen 2016B,) sijoittajan selonotto- ja ymmärtämisvelvollisuus (Norros 2009, s. 379)

⁶⁶ Luukkonen 2016B, s. 141.

⁶⁷ Ks. esim. APL 27/2002, APL 718/2002, APL 2027/2002, APL 128/2003, APL 90/2003, APL 15/2004, APL 45/2004, APL 90/2004, APL 143/2004 ja APL 247/2006.

⁶⁸ APL 260/2006.

⁶⁹ Ks. esim. APL 1607/2002 ja Salo 2016 s.214.

⁷⁰ Ks. esim. APL 605/2002, APL 1555/2002, APL 112/2007 ja APL 1651/2002.

⁷¹ Ks. esim. APL 1294/2002.

⁷² Hoppu käyttää sijoittajan velvollisuudesta nimitystä ”huolellisuusvelvollisuus”, joka sisältää sijoittajan selonottovelvollisuuden. Hoppu 2009, s. 255-258.

omaavien asiakkaiden velvollisuuksia. Näin ollen esimerkiksi ei-ammattimaisilta asiakailta voidaan edellyttää keskenään erilaista käyttäytymistä velvollisuutensa täyttämiseksi.⁷³ Myös APL:n ratkaisukäytännön perusteella on havaittavissa, että erilaisten velvollisuuksien täyttäminen riippuu hyvin paljon siitä, millainen asiakas on kyseessä.

Lisäksi Norroksen mukaan sijoittajan yksilölliset ominaisuudet vaikuttavat siihen, mitä sijoittajan pitäisi ymmärtää sijoituksensa sisällöstä. Etenkin sijoituskokemus, ikä, koulutus ja ammatti vaikuttavat ymmärrykseen. Esimerkiksi sijoituskokemusta vailla olevalta tai iäkkäältä henkilöltä ei voida vaatia saman tasoista riskien ymmärrystä, kuin asiantuntevalta.⁷⁴

Myös muilla oikeudenaloilla, kuten velvoiteoikeudessa, on huomioitu henkilön yksilöllisiä ominaisuuksia. Wilhelmsson on todennut, että yksilöllisten seikkojen huomiointi voidaan nähdä sopimusoikeuden siirtymisenä abstraktisuudesta vahvemmin henkilösidonaisuuden puolelle.⁷⁵ Tämä voidaan yhdistää heikomman suojaan. Asia ei ole kuitenkaan niin mustavalkoinen, sillä yksilöllisten seikkojen huomiointi voi myös tiukentaa toisen osapuolen selonottovelvollisuutta. Esimerkiksi kiinteistön kaupassa on katsottu, että ostajalla, jolla on kiinteistöalan asiantuntemusta, voidaan edellyttää tiukempaa tarkastusvelvollisuutta kuin ostajalta, jolla ei ole lainkaan relevanttia asiantuntemusta. Sama periaate pätee sijoittamisessakin. Hemmo puolestaan on todennut, asiantuntijapalvelusopimukseen liittyen, että toimeksiantajan asiantuntemuksella on keskeinen merkitys palveluntarjoajan tiedonanto- ja huolellisuusvelvollisuutta arvioitaessa.⁷⁶

Edellä sanotun perusteella, voi väittää, että sijoittajan yksilöllisillä ominaisuuksilla on moninainen merkitys sijoitusneuvonnassa. Tarkoituksena on analysoida sijoittamisen kannalta relevantteja ominaisuuksia suhteessa sijoituspalvelun tarjoajan velvollisuuksiin. Ongelmana on kuitenkin se, että ominaisuuksia ei ole sääntelyssä systematisoitu, vaan niitä löytyy hajanaisesti osana moniportaista sääntelyä. Näin ollen relevantit ominaisuudet on määritettävä ennen kuin niitä on mahdollista tulkita ja analysoida.

Relevantteja ominaisuuksia on löydetty etenkin MiFID -sääntelystä esitetyistä kriteereistä. Tarkastelemalla sääntelyyn perustuvia velvollisuuksia löytyy keskeisiä ominaisuuksia. Etenkin selonottovelvollisuuden sisältö on osoittautunut keskeiseksi, koska

⁷³ Hoppu 2009, s. 255-256.

⁷⁴ Norros 2009, s. 384.

⁷⁵ Wilhelmsson 2008, s. 5-16.

⁷⁶ Sijoitusneuvonnan tarjoaminen lukeutuu asiantuntijapalveluksi. Ks. Hemmo 2003, s. 247.

useat yksilölliset seikat vaikuttavat siihen, millaiseksi velvollisuus loppupeleissä muodostuu. Toiseksi hyödynnetään ratkaisukäytäntöä, jossa on arviointi yksilöllisten ominaisuuksien vaikutusta yksittäistapauksissa, kuten sitä kuinka asiakkaan ikääntyminen tai rahoitusalan erityisasiantuntemus tulisi huomioida. Lisäksi ryhmittelyssä on hyödynnetty kuluttaja- ja sopimusoikeudellisia periaatteita, sillä asiakkaan ominaisuuksien merkitys liittyy vahvasti heikomman suojan periaatteeseen. Tukea systematisointiin haetaan myös oikeuskirjallisuudesta.

2.2 Sijoittajan kokemus, koulutus ja ammattitaito

Sijoittajan kokemus, koulutus ja ammattitaito on tunnistettu relevanteiksi ominaisuuksiksi lainsäädännössä ja myös oikeuskirjallisuudessa korostetaan niiden merkityksellisyyttä⁷⁷. Sijoituspalvelun tarjoajan velvollisuuteen kuuluu selvittää muun muassa sijoittajan kokemus, koulutus ja ammattitaito, voidakseen arvioida tuotteen tai palvelun soveltuvuutta asiakkaalle.⁷⁸

Koulutus ja työkokemus vaikuttavat luonnollisesti sijoittajan ammattitaitoon ja niiden perusteella voi tehdä ainakin yleisiä päätelmiä osaamistasosta.⁷⁹ Jos sijoittaja on ollut rahoitusallalla töissä ja opiskellut kauppätieteitä, hän todennäköisesti osaavampi kuin henkilö, jolla on ainoastaan ylioppilastutkinto. Aiempi sijoitustoiminta kertoo myös osaamisesta. Jos on harjoittanut sijoitustoimintaa pitkään tai sijoittanut monenlaisiin tuotteisiin lisääntyy sijoituskokemuskkin. Koulutuksen selvittämien lienee melko yksiselitteistä, mutta mistä sitten tunnistaa sijoittajan kokemuksen ja ammattitaidon? Arviointi ei ole aina helppoa. Jos arviointi olisi yksiselitteistä, se olisi todennäköisesti kirjattu lainsäädäntöön. Näkemystä puoltaa esimerkiksi se, että ratkaisukäytännöstä löytyy useita tapauksia, joissa asiakas on vaatinut tappion korvaamista sen vuoksi, ettei hän ollut ymmärtänyt sijoittamaansa tuotteeseen liittyvää riskiä⁸⁰.

Käytännössä sijoituskokemusta ja asiantuntemusta selvitetään usein esimerkiksi kysymällä asiakkaita millaiset rahoitusvälineet ovat hänelle tuttuja, ja mihin hän on aiemmin sijoittanut. Lisäksi sijoitusneuvoja voi esittää erilaisia väittämiä ja kysyä kuinka hyvin

⁷⁷ Esim. Hoppu 2009, s. 255-256 ja s. Norros 2009, s. 384.

⁷⁸ SipaL 10:4 ja FIVA:n määräykset ja ohjeet 16/2013.

⁷⁹ Ks. esim. KKO 1995:56 ja KKO 1995:157, joissa katsottiin, että pankissa työskentelevän tuli ymmärtää edullisen henkilökuntaluoton saadessaan, että edullinen korko johtui henkilökunta asemasta ja, että korko saattaa muuttua, mikäli työsuhde päättyi.

⁸⁰ Esimerkiksi APL 128/2003 ja APL 45/2003. APL on kuitenkin todennut, että asiakkaan voidaan tiettyissä tilanteissa olettaa ymmärtävän tuoton ja riskin suhdetta.

ne kuvaavat asiakasta. Esimerkiksi seuraavan laisten väittämien esittämisestä saa jo karkeita arvioita:

Mikä väittämä kuvaa sinua parhaiten:

- A) Minulla on erittäin vähän tietoa sijoittamisesta ja arvopaperimarkkinoista*
- B) Minulla on kohtuullisesti tietoa sijoittamisesta ja arvopaperimarkkinoista*
- C) Minulla on laajasti tietoa ja ymmärrän monenlaisia sijoitustuotteita. Lisäksi seuraan markkinoita aktiivisesti.*

Asiantuntemusta ja kokemusta voi kuitenkin kerääntyä muutenkin kuin sijoituskokemuksen, työkokemuksen tai koulutuksen avulla. Ruotsalaisissa oikeustapauksissa on esimerkiksi todettu, että asiakkaan kokemus arvopaperikauppaa koskevista riitaprosesseista on huomioon otettava seikka arvioitaessa asiantuntemusta. Se, että asiakas on jo aiemmin ollut mukana tietynlaiseen arvopaperikauppaan kohdistuvissa riidoissa lisää tämän tietoisuutta riskistä.⁸¹ Havainto on myös hyödyllinen Suomessa toimiville. On loogista, ettei ratkaisevaa ole se mistä tieto on peräisin vaan, että sitä ylipäättänsä löytyy. Tämän vuoksi on aina tarkasteltava henkilön osaamista kokonaisuutena, eikä vain koulutusta ja työkokemusta.

Sijoittajan asiantuntemus ja kokemus vaikuttavat siihen, millaiseksi osapuolten velvollisuudet muodostuvat sijoitusneuvonnassa. Ensinnäkin ne vaikuttavat asiakasluokitteluun ja sitä kautta ratkaisevasti siihen, millaiseksi asiakkaan sijoittajansuoja muodostuu. Toiseksi sijoitusneuvontaa tarjoajan on annettava tietoa sijoituskohteesta asiakkaalleen ennen sijoituspäätöksen tekemistä, ja kokemus sekä asiantuntemus puolestaan vaikuttavat siihen, missä laajuudessa tietoa asiakkaalle tulee antaa. Laajuuden arvioinnissa on myös tarkasteltava, millaiset valmiudet asiakkaalla on ymmärtää annettua tietoa ja riittääkö sijoittajan itsensä tieto ja ammattitaito sijoittamiseen.⁸²

Mitä paremmin asiakas tuntee sijoitustoimintaa, sitä huolellisempaa toimintaa häneltä voidaan odottaa. Iäkkäämpi tarvitsee esimerkiksi kokemattomuutensa ja tietämättömyytensä vuoksi erityissuojaa, jotta hän voi tehdä rationaalisia sijoituspäätöksiä.⁸³ Joissakin tilanteissa asiakkaan voidaan edellyttää ymmärtävän sijoitusmarkkinoiden toimintaa.

⁸¹ Lycke – Runesson – Swahn 2003, s. 42. Myös Wuolijoki on todennut havainnon olevan aiheellinen Suomen oikeuden osalta ks. Wuolijoki 2008, s. 368.

⁸² Luukkonen 2016B, s. 160.

⁸³ Hoppu 2009, s. 67.

Vaadittava ymmärryksen taso on yhteydessä asiakkaan kokemukseen sijoitustoiminnasta. On esimerkiksi tapauskohtaisesti arvioitava, pitäisikö asiakkaan ymmärtää pääomaturvattuihin tuotteisiin liittyvää liikkeeseenlaskijariskiä ilman, että sijoitusneuvoja siitä erikseen huomauttaa.⁸⁴

Mitä asiantuntevampi asiakas on, sitä laajempi on hänen oma tietämisvelvollisuutensa. Laaja tietämisvelvollisuus taas supistaa asiakkaan mahdollisuutta vedota puutteelliseen informaatioon. Käytännössä tämä ei kuitenkaan tarkoita, että asiantuntevalla asiakkaalle todellisuudessa annettaisiin vähemmän tietoa, sillä usein palvelutarjoaja saattaa toimia kaavamaisesti täyttäessään tiedonantovelvollisuuttaan.⁸⁵ Yksilöllisten seikkojen huomioiminen on nimittäin aikaa vievää ja aiheuttaa siten kuluja. Asiakkaan vahva asiantuntemus ei myöskään poista sijoitusneuvojan informointivelvoitteita. Joskus tilanne voi jopa olla niin, että asiakas on asiantuntevampi kuin sijoitusneuvontaa tarjoava osapuoli.

Asiantuntemuksen vaikuttaa myös siihen, kuinka perusteellista sijoitusneuvontaa sijoittaja tarvitsee. Mitä kokemattomampi sijoittaja on, sitä laajempaa sijoitusneuvonnan tulee yleensä olla. Kokeneemmalle riittää suppeampi neuvonta. Mäntysaari on käsitellyt asiakkaan asiantuntemuksen vaikutusta verokonsultin neuvontapalvelujen tarjoamisessa. Hän on tuonut esiin, että kun asiakkaan asiantuntemuksesta on jonkinlainen käsitys, saattaa neuvoantajalle syntyä perusteita tehdä oletuksia asiakkaan tarpeista ja haluista. Voisi esimerkiksi olla perusteltua olettaa, että maallikko, jolla ei juurikaan ole asiantuntemusta, saattaa tarvita laajemmin neuvoja kuin ainoastaan vastauksen tiettyyn yksittäiseen seikkaan. Asiantunteva asiakas ei puolestaan välttämättä halua vastausta muuhun kuin nimenomaisesti esittämäänsä kysymykseen.⁸⁶

Käytännön esimerkkinä voidaan ajatella tilannetta, jossa ensimmäisen vakityönsä saanut nuorukainen, jolla ei ole juurikaan kokemusta sijoittamisesta, kääntyy sijoitusneuvojan puoleen tiedustellakseen, mihin osakkeeseen hänen kannattaa sijoittaa saadakseen suurimmat tuotot. Kun sijoitusneuvojan tulee selvittää asiakkaan kokemuksen ja asiantuntemuksen taso, havaitsee hän todennäköisesti, että asiakas tarvitsee enemmän tietoa, kuin vastauksen esitettyyn kysymykseen perustellun sijoituspäätöksen tekemiseksi. Asiakkaalle saattaa olla tarpeen avata hajauttamisen tarvetta tai muita osakesijoittamiseen

⁸⁴ Tätä kantaa tukee esimerkiksi APL 184/2008, jossa todettiin, että asiakas tunsi rahastosijoittamisen riskit sijoituskokemuksensa perusteella. Ks. Hoppu 2009, s. 258.

⁸⁵ Wuolijoki 2009, s. 369.

⁸⁶ Mäntysaari 2000, s. 251. Näin todettiin verokonsultin neuvonannosta, mutta voitaneen yleistää sijoitusneuvontaan veroneuvonnan ja sijoitusneuvonnan samankaltaisten piirteiden vuoksi.

liittyviä riskejä, ennen kuin mitään sijoitusneuvoa edes annetaan. Saattaahan nimittäin olla, ettei asiakkaan kannattaisi ylipääntänsä sijoittaa osakkeisiin niihin liittyvän korkean riskin vuoksi. Toisaalta, jos asiakas, jolla on 30 vuoden kokemus osakesijoittamisesta, kääntyy sijoitusneuvojan puoleen, jolta hän on saanut neuvoja jo viimeiset viisi vuotta, on tilanne täysin erilainen. Silloin saattaisi olla täysin perusteltua vastata, että tällä hetkellä tiettyyn osakkeeseen olisi hyvä sijoittaa.

Edelleen asiantuntemus vaikuttaa sijoittajasta tehtävien selvitysten laajuuteen sekä sijoittajan omaan selonottovelvollisuuteen. Asiakkaan tavanomaista heikommat tiedot saattavat esimerkiksi lisätä sijoituspalvelun tarjoajan informointivelvoitteita tai muuttaa velvoitteiden täyttämistapaa sijoitusneuvonnassa.

Lopuksi asiantuntemus ja kokemus vaikuttavat, siihen millaisia sijoitusinstrumentteja ja palveluita asiakkaalle voi tarjota. Mitä kokeneempi ja asiantuntevampi asiakas on, sitä monimutkaisempia tuotteita hänelle voi tarjota. Monimutkaisiin tuotteisiin sijoittaminen puolestaan saattavat muodostaa sijoittajalle aktiivisemmän valvontavelvollisuuden sijoituksen tilanteesta. Edellyttäen, että hän on tietoinen tuotteen monimutkaisesta luonteesta, ja hänellä on tarvittavat kyvyt tuotteen kulloisenkin arvon arvioimiseen, jotta tällainen aktiivisempi valvontavelvollisuus syntyisi. Reklamaatiovelvollisuuden ajankohdan arviointi on tilannekohtaista, johon erityisesti sijoittajan tietotaso ja varallisuus sekä sijoitustuotteen luonne vaikuttavat.⁸⁷

Sijoituskokemuksen ja asiantuntemuksen merkitystä on arvioitu oikeustapauksessa KKO 2015:93. Tapauksessa oli kyse siitä, että asiakas katsoi markkinoinnin olleen virheellistä, koska hänelle annettussa markkinointiesitteessä ei ollut ilmoitettu obligaatioon liittyvästä liikkeeseenlaskijariskistä. Markkinoinnissa annettavan tiedon oikeellisuutta, laajuutta ja esitystapaa on arvioitava sijoituspäätöstä tekevän henkilön näkökulmasta. Tämän vuoksi arviointi on ankarampaa silloin, kun kyse on suurelle yleisölle suunnatus- ta markkinoinnista kuin tapauksessa, jossa kohderyhmänä ovat ammattimaiset sijoittajat tai muut asiantuntijat.⁸⁸ Asiakkaalla oli lähes miljoonan sijoitusvarallisuus ja hänen al- lekirjoittaman asiakastietolomakkeen mukaan yli viiden vuoden kokemus sijoittamisesta ja hän on ilmoittanut tuntevansa osake- ja korkotuoteinstrumentit, mutta ei johdannaisia ja warranteja. Asiakkaan sijoitukselle asettama tuotto-odotus oli korkea ja hänen riskin- sietokykynsä oli asteikolla ”matala– keskisuuri – korkea” ollut korkea. Sijoitustuote ei ollut asiakkaalle entuudestaan tuttu. KKO katsoi, ettei asiakkaan sijoituskokemus ollut

⁸⁷ Korling 2010, s. 653–657.

⁸⁸ HE 157/1988 vp, s. 25.

niin monipuolinen ja laajamittainen, että häntä olisi voitu pitää erityisen kokeneena ja asiantuntevana sijoittajana. Siten asiakkaaseen kohdistettua markkinointia oli arvioitava asiantuntijoille suunnattua markkinointia tiukemmin kriteerein. Lisäksi liikkeeseenlaskijariskiä ole voitu pitää niin ilmeisenä, että asiakkaan olisi tullut ilman hänelle annettua nimenomaista tietoa sitä ymmärtää. Tästä tapauksesta käy ilmi, että asiakkaan sijoituskokemuksella ja asiantuntemuksella keskeinen merkitys arvioitaessa, minkälaista tietoa asiakkaalle on annettava. Sijoittajaa ei kuitenkaan kovinkaan helposti katsota kokeneeksi ja asiantuntevaksi sijoittajaksi, eikä suuri sijoitusvarallisuus tässäkään takaa kokemusta tai asiantuntijuutta.

2.3 Sijoittajan taloudellinen asema, sijoitustavoitteet ja riski

Sijoittajan taloudellisesta asemasta on otettava selvää ennen sijoitusneuvon antamista, koska sen perusteella arvioidaan, millaisia neuvoja asiakkaalle voidaan antaa. Sijoituskohteeseen liittyvän hyväksyttävän riskin tasoa nimittäin arvioidaan suhteessa asiakkaan taloudelliseen asemaan. Asiakkaan sijoitustoiminnan tavoitteet puolestaan liittyvät kiinteästi hänen taloudelliseen asemaansa.⁸⁹ Sijoitustoiminnan tavoitteilla tarkoitetaan tavoitteita tai lopputulosta, jota sijoitustoiminnalla halutaan saavuttaa. Esimerkiksi tuottotavoite on osa sijoitustavoitteita. Mitä suurempaa tuottoa sijoittaja hakee, sitä enemmän riski kasvaa. Tavoitteet asettavat ikään kuin sijoittamiselle puitteet. Kun tavoitteet ovat tiedossa, voidaan myös laatia sijoitussuunnitelma ja arvioida sopivaa sijoitusaikaa⁹⁰. Kun asiakkaan tuottotavoite ja riskitaso on selvitetty, voidaan puolestaan pohtia sijoitusten hajauttamista suhteessa aikaisempaa sijoitusvarallisuuteen ja sijoitustavoitteet huomioiden. Sijoituksen riski vähenee, mitä paremmin se on hajautettu.⁹¹ Mitä riskisempään tuotteeseen sijoitetaan, ja mitä korkeampi sijoitustoiminnan riskiprofiili on yleisesti, sitä suuremmaksi muodostuu myös asiakkaan huolellisuusvelvollisuus.⁹²

Riskinsietokyky ja riskinkantokyky eivät ole samoja asioita. Molemmat on huomioitava, kun etsitään sopivaa sijoituskohdetta. Riskinsietokyky merkitsee psykologista ominaisuutta, eli sitä kuinka hyvin sijoittaja henkisesti sietää riskiä. Riskinkantokyky taas merkitsee konkreettisesti sitä, mitä seuraamuksia riskin toteutumisella sijoittajalle olisi.

⁸⁹ Salo 2016, s. 218-219.

⁹⁰ Eli sitä miten pitkään asiakkaan varat voidaan tuotteeseen sitoa.

⁹¹ Hoppu 2009, s. 60-62.

⁹² Ratkaisussa 92/2006 APL totesi, että sijoitustoimintaan liittyy olennaisesti asiakkaan oma aktiivisuus ja sijoituskohteen jatkuva arvovaihtelu. Tämä korostuu etenkin tuotteissa, joiden avulla on mahdollista moninkertaistaa kurssimuutoksen taloudelliset vaikutukset, kuten warranteissa. APL 133/2006. Ja APL 92/2006, ks. Myös Hoppu 2009, s. 259.

Ei siis tule tehdä sijoituksia, joissa on suuri riski menettää sijoitusvarallisuus, tai arvo vaihtelee paljon, vaikka olisikin hyvä riskinkantokyky (eli talous on hyvällä mallilla), jos ei henkisesti siedä pääoman menetystä.

Taloudellisen aseman selvittämiseksi ei ole riittävää kysyä, paljonko sijoittajan pankkitilillä on rahaa, tai millaisen summan hän on sijoittamassa, koska taloudelliseen asemaan vaikuttavat monet muutkin seikat, kuten yleinen elämän tilanne. Taloudelliseen asemaan vaikuttavat erityisesti asiakkaan säännöllisten tulojen ja menojen määrä sekä varallisuus ja velat. Samoin arvioitaessa sijoitustavoitteiden merkitystä, on niiden selvittämiseksi tiedusteltava muutakin kuin sijoituskohde ja toivottu tuotto. ESMA on määritellyt erilaisia tekijöitä, jotka voivat vaikuttaa asiakkaan taloudelliseen tilanteeseen tai sijoitustavoitteisiin. Ensinnäkin asiakkaan perhetilanne tilanne on merkityksellinen, sillä muutokset asiakkaan perhetilanteessa saattavat vaikuttaa hänen taloudelliseen tilanteeseensa tai sijoitustavoitteisiin. Muutoksia voivat olla lapsen syntymä tai se, että lapsi aloittaa korkeakouluopinnot. Toinen merkityksellinen seikka on asiakkaan työllisyystilanne. Asiakkaan taloudelliseen tilanteeseen tai sijoitustavoitteisiin voi vaikuttaa se, että hän menettää työpaikkansa tai hänen eläkeikänsä lähestyy. Kolmas vaikuttava seikka voi olla siviilisääty. Esimerkiksi asiakkaan valtuus sitoa varoja, jotka saattavat kuulua myös hänen kumppanilleen on merkityksellinen. Neljänneksi asiakkaan tarve realisoida sijoitus vaikuttaa.⁹³ Mikäli edellä mainittuihin seikkoihin tulee muutos, on palveluntarjoajan arvioitava, millainen vaikutus muutoksella on soveltuvuusarviointiin.⁹⁴ Esimerkiksi puolison kuolema tai työpaikan menettäminen saattavat aiheuttaa tarpeen realisoida sijoituksia ennen aikaisesti.

Yllä mainitusta voi havaita, että taloudellisen aseman ja sijoitustavoitteiden selvittämiseksi sijoitusneuvontaa tarjoavan on esitettävä asiakkailleen paljon yksityiskohtaisia kysymyksiä. Tietojen hankinta on kuitenkin asiakkaan eduksi. Se vaikuttaa esimerkiksi asiakasluokitteluun, jolla on ratkaiseva vaikutus asiakkaan suojaan. Jotta asiakas voitaisiin esimerkiksi luokitella ammattimaiseksi, täytyy tiettyjen varallisuuskriteerien täytyä.⁹⁵ Usein tiedonhankinta tapahtuu vakiomuotoisia lomakkeita käyttäen. Esitettäviin kysymyksiin ja hankittaviin tietoihin perehdytään tarkemmin selonottovelvollisuutta koskevassa luvussa.

⁹³ Vaikka tässä ensisijaisesti käsitellään tilanteita, joissa palveluja tarjotaan yksityisasiakkaille, voidaan sanottua myös soveltaa soveltuvin osin tilanteisiin, joissa palveluja tarjotaan ammattimaisille asiakkaille, koska MiFID:n 19 artiklan 4 kohdassa ei erotella yksityisasiakkaita ja ammattimaisia asiakkaita.

⁹⁴ Nousiainen – Sundberg 2013, s. 104.

⁹⁵ Ks. tarkemmin luku 3.4.

Sijoittajan taloudellinen asema vaikuttaa myös sijoitusneuvojan velvollisuuksiin. Esimerkiksi pieni varallisuus saattaa tiukentaa sijoitusneuvojan velvollisuuksia. Varallisuus ja sijoittajan kokemus korreloivat usein keskenään. Suuri sijoitusvarallisuus merkitsee usein pidempiaikaista sijoittamista ja siten myös laajempaa sijoituskokemusta. Toisaalta on muistettava, ettei suurikaan varallisuus automaattisesti takaa kokemusta sijoitustoiminnasta. Taloudelliseen asemaan liittyy sijoitusneuvojan varoittamisvastuu.⁹⁶ Joissakin tapauksissa sijoitusneuvojan tulisi nimittäin asiantuntemuksensa perusteella tietää sijoittajan kannalta merkityksellisistä verotusseuraamuksista tai muista kuluista, joista sijoitusneuvojalle saattaa syntyä varoittamisvelvollisuus.⁹⁷

Asiakkaan taloudellisesta tilanteesta on kerättävä tietoa kaikissa tapauksissa⁹⁸, mutta kerättävien tietojen laajuus vaihtelee suositeltavien tai hankittavien rahoitusvälineiden lajin perusteella.⁹⁹ Lisäksi asiakkaan sijoitustoiveet vaikuttavat¹⁰⁰, sillä tarkoitushan ei ole, että selvitetään asiakkaan soveltuvuutta ostaa tiettyä strukturoitua sijoitustuotetta, mikäli hän on nimenomaisesti ilmoittanut olevansa kiinnostunut ostamaan matalariskistä korkorahastoa.¹⁰¹ Sijoituspalvelun tarjoaja tarvitsee todennäköisesti tarkempia tietoja asiakkaan taloudellisesta tilanteesta, jos asiakkaalla on moninaisia ja/tai pitemmän aikavälin sijoitustavoitteita, kuin jos asiakas etsii lyhytaikaista turvallista sijoitusta.¹⁰² Sijoitustavoitteiden on myös oltava linjassa sijoituskohteen ominaisuuksien kanssa. Jos asiakas esimerkiksi ilmoittaa, että hän on ostamassa asunnon kahden vuoden päästä nyt sijoittamillaan rahoilla, on selvää, ettei hänelle voida tarjota tuotetta, jonka juoksuaika on viisi vuotta.

2.4 Sijoittajan ikä ja terveydentila

”80-vuotiaan Aulin säästöt katosivat, kun pankkiiriliike myi sijoitustuotteen toisen perään – Auli ei edes muista tapaamisia” HS 19.4.2017.

Sijoittajan ikä on monelta osaa merkityksellinen sijoitusneuvonnassa. Sijoittamisen suosion kasvaessa entistä useampi sijoittaja on iäkäs. Miespuolisten sijoittajien keskimää-

⁹⁶ Salo 2016, s. 218- 219.

⁹⁷ ESMA/2015/1886, s. 8.

⁹⁸ Paitsi, jos asiakas on luokiteltu ammattimaiseksi sijoitustuotteen osalta.

⁹⁹ ESMA/2012/387, s. 7-8.

¹⁰⁰ Korling 2010A, s. 147.

¹⁰¹ CESR/04-562, s. 40-41.

¹⁰² Anderssen – Savikko 2017, s. 29.

räisen iän on todettu olevan 55 vuotta ja naisten 58 vuotta, mikä on koko väestön keskiarvoa noin 15 vuotta korkeampi.¹⁰³ Viime vuosina ikäihmisiin kohdistuva sijoitusneuvonta ollut tiiviisti arvioinnin kohteena niin mediassa kuin viranomaisissakin. Yllä oleva sitaatti on yhden vilkasta keskustelua herättäneen artikkelin otsikko. Vastaavanlaisia ikäviä tapauksia on viime vuosina ollut runsaasti mediassa.¹⁰⁴

ESMA on ohjeistuksessaan kiinnittänyt huomiota sijoittajien ikään ja todennut, että asiakkaan ikä on tärkeä tieto, josta sijoituspalveluyritysten tulisi olla tietoisia arvioidessaan sijoituksen soveltuvuutta.¹⁰⁵ Sijoittajan ikä kulkee käsikädessä sijoituksen riskin kanssa. Iän karttuessa riskinkantokyky yleensä laskee. Kun työvuodet vähenevät, ei sijoituksiaakaan ole mielekästä suunnitella vuosikymmeniksi. Toisaalta ikä vaikuttaa siihen, miten sijoittaja kykenee ymmärtämään sijoitustuotteeseen liittyvät ominaisuudet. Iäkkäille nykyaikaiset tuotteet ovat usein vaikeasti ymmärrettäviä.

Asiakkaan ikä ei kuitenkaan ole sellaisenaan peruste tarjota tai olla tarjoamatta jotain tiettyä sijoitustuotetta tai –palvelua. Päinvastoin, se saattaisi jopa olla ikäsyrrjintää ja lainvastaista.¹⁰⁶ Korkea ikä on kuitenkin seikka, joka korostaa sijoitusneuvojan velvollisuutta selvittää, että asiakas todella ymmärtää hänelle tarjotun sijoituspalvelun luonteen. Tämä on erityisen tärkeää tilanteessa, jossa asiakkaalla ei ole aikaisempaa kokemusta sijoitustoiminnasta. Jotta asiakassopimus katsottaisiin pätemättömäksi, tulee tilanteessa ilmetä korkean iän lisäksi muita tekijöitä, jotka viittaavat asiakkaan alentuneeseen ymmärryskykyyn tehdyn sopimuksen suhteen. Jos sijoitusneuvoja tarjoaisi asiakkaalleen tämän heikentynyttä ymmärryskykyä hyväksi käyttäen sijoituspalvelua, joka olisi vastoin asiakkaan etua, toimisi hän vastoin SipaL:n säännöksiä. Tämän lisäksi tällainen sopimus saatettaisiin katsoa pätemättömäksi OikTL:n pätemättömyysperusteiden nojalla, jolloin se ei sitoisi asiakasta lainkaan.¹⁰⁷

Aina ei toki ole kyse iäkkäistä sijoittajista, sillä yhtä lailla voi olla kyse siitä, ettei nuori ymmärrä sijoitustuotteen ominaisuuksia ja riskejä. Nuorten tietoa ja kokemuksia sijoitustuotteista voidaan pitää rajoittuneina, ja näin ollen heitä voidaan pitää niin sanottuina

¹⁰³ Keloharju – Kasanen – Lehtinen 2015, s. 5.

¹⁰⁴ Helsingin Sanomat 21.04.2017. Ks. myös esimerkiksi Helsingin Sanomat 2.6.2015, jossa kerrottiin Nordean neuvoneen 90-vuotiasta asiakasta myymään kahden miljoonan euron arvoisen osakesalkkunsaa ja sijoittamaan rahat pankille hyviä palkkioita tuottaviin sijoitustuotteisiin ja Taloussanomat 11.11.2014, jossa 85-vuotias asiakas ei halunnut osakkeita, mutta pankki tarjosi niitä siitä huolimatta.

¹⁰⁵ ESMA/2012/387, s. 6.

¹⁰⁶ Hoppu 2004, s. 336.

¹⁰⁷ Hoppu 2009, s. 121.

riskikuluttajina sijoitustuotteiden markkinoinnissa. Nuorten tietotaso ja elämäkokemus ovat usein vähäisempiä kuin aikuisilla ja älyllinen, moraalinen sekä tunne-elämän kehitys ovat kesken, minkä vuoksi heillä on keskimääräistä heikommat valmiudet arvioida sijoitustuotteiden markkinoinnin paikkansapitävyyttä. Näin ollen nuoriin kohdistuvaa sijoitustuotteiden markkinointia arvioidaan keskimääräistä ankarammin. Toki nuortenkin välillä on eroja, sillä jotkut saattavat olla hyvinkin perehtyneitä sijoitustoimintaan. Hoppu on kuitenkin tuonut esille, että nuorten asiantuntemusta tulee arvioida keskimääräistä tiukemmin, vaikka heillä olisikin kokemusta.¹⁰⁸

FIVA julkaisi vuonna 2014 selvityksen, joka osoitti, ettei luottolaitoksilla, sijoituspalveluyrityksillä ja henkivakuutusyhtiöillä pääsääntöisesti ollut yksityiskohtaisia sisäisiä ohjeita, joissa olisi käsitelty finanssipalvelujen ja -tuotteiden tarjoamista erityisesti ikäihmisille. Lisäksi todettiin, etteivät toimijat yleisesti kouluta henkilökuntaansa erityisesti tästä näkökulmasta. Samana vuonna FIVA antoi suosituksen, jonka mukaan sijoituspalveluja tarjoavien yhtiöiden tulisi laatia toimintatapoja koskeva sisäinen ohjeistus, jossa määritellään, kuinka iäkkäämmät asiakkaat ja heikommassa asemassa olevat henkilöt otetaan huomioon finanssipalveluja ja -tuotteita tarjottaessa.¹⁰⁹

FIVA suoritti myös vuosina 2015–2016 neljässä sijoituspalveluita tarjoavassa yhtiössä tarkastuksen, joka koski yhtiöiden tarjoamaan sijoitusneuvontaan liittyvää selonottovelvollisuutta. Tarkastuksessa keskityttiin selvittämään, miten yli 70-vuotiaille ei-ammattimaisille asiakkaille oli myyty sijoitusrahastoja ja strukturoituja rahoitusvälineitä.¹¹⁰ Tarkastuksessa havaittiin useita SipaL:n ja FIVA:n antamien määräysten laiminlyöntejä. FIVA määräsi neljälle toimialle varoitukset ja sakot sijoitusneuvonnan puutteista.¹¹¹ Mielenkiintoista on kuitenkin, että viime vuosina APL:aan on tullut verrattain vähän valituksia iäkkäiltä ihmisiltä, vaikka iäkkäisiin ihmisiin kohdistuvasta sijoitusneuvonta on ollut kritiikin kohteena mediassa. Toisaalta markkina on kehittynyt positiiviseen suuntaan viime vuosina, mikä yleensä vähentää kiistoja.¹¹²

¹⁰⁸ Hoppu 2004, s. 178 - 180.

¹⁰⁹ Valvottavatiedote 57/2014.

¹¹⁰ Strukturoitujen tuotteiden tuotto määräytyy ennalta määritellyllä tavalla jonkin toisen kohde-etuuden, esimerkiksi osakkeen tai indeksin, perusteella. Tuotteet voivat olla muodoltaan esimerkiksi joukkovelkakirjalainoja. Ks. FIVA 2013, s.13.

¹¹¹ Ks. päätökset FIVA 19/02.04/2016, FIVA 20/02.04/2016, FIVA 21/02.04/2016 ja FIVA 22/02.04/2016.

¹¹² Salo 2016, s. 224.

Sijoittajan iän lisäksi terveydentila voi osoittautua merkitykselliseksi, sillä sairaudet saattavat heikentää merkittävästi asiakkaan asemaa sijoitusneuvonnassa. Asiakkaan aseman ja toisaalta sijoitusneuvonnan velvollisuuksien kannalta on relevanttia, pitäisikö sijoitusneuvojan havaita asiakkaan sairaus, jos se heikentää tämän kykyä käsitellä ja arvioida annettua informaatiota. Yksi vaihtoehto on arvioida kysymystä OikTL 33 §:n nojalla, jonka mukaan oikeustoimea ei voida pitää pätevänä, mikäli se on syntynyt olosuhteissa, joista tietoisesti olisi ”kunnian vastaista ja arvotonta” vedota oikeustoimeen, mikäli hänen voi olettaa tienneen kyseisistä olosuhteista^{113, 114}

Pohdittaessa terveyden merkitystä voidaan myös mainita ratkaisu APL 6/12, jossa asiakkaalla oli ollut kaksisuuntainen mielialahäiriö, josta hän ei ollut kertonut pankille ennen valituskirjelmää. Asiakas oli käynyt vilkasta osakekauppaa manian vallassa, jonka seurauksena syntyi tappiota. Asiakas väitti olleensa vajaavaltainen osakekauppoja tehdessään. APL totesi, että asiakkaan sairaudet ovat voineet vaikuttaa hänen harkintakykyään alentavasti tappiollisten sijoituspäätösten tekohetkellä. APL viittasi edellä mainittuun OikTL 33 §:ään ja katsoi, että sairauden vuoksi alentunut harkintakyky voi olla sellainen tekijä, jonka perusteella sijoituspalvelun tarjoajalle syntyy velvollisuus varmistaa asiakkaalta tämän aikoman toimeksiannon sisältö. Velvollisuuden syntyminen edellyttää kuitenkin, että sairaus on palveluntarjoajan tiedossa toimeksiantoa annettaessa. Pankki ei voinut pelkästään aiempaa vilkkaammasta kaupankäynnistä päätellä, että asiakas on sairas. Lisäksi esitetystä selvityksestä ei ilmennyt, että toimeksiannot olisivat esimerkiksi hinnaltaan poikenneet merkittävästi markkinahintatasosta. Selvitys ei osoittanut sitäkään, että asiakas olisi neuvottelussa käyttäytynyt siten, että sijoitusneuvojan olisi tullut huomata sairaus. APL katsoi, että pankki ei ollut tietoinen asiakkaan sairaudesta kaupantekovaiheessa, eikä korvausta asiassa suositeltu.¹¹⁵

¹¹³ Salo 2016, s. 228.

¹¹⁴ KKO pohti ratkaisussaan 1968 II 60 iän ja terveydentilan merkitystä oikeustoimeen. Tapauksessa A oli allekirjoittamallaan valtakirjalla oikeuttanut B:n nostamaan varoja talletustililtään ja jakamaan ne valtakirjassa määrätuille henkilöille. Vaikka A:n ei ollut näytetty olleen vailla oikeustoimikelpoisuutta, valtakirja on sittemmin kuolleen A:n perillisten kanteesta OikTL 33 §:n nojalla julistettu pätemättömäksi, koska A:n käsityskyky oli ollut korkean iän ja sairauden vuoksi siinä määrin heikentynyt, ettei hän ollut ymmärtänyt valtakirjan merkitystä, mistä seikasta valtuutukseen vedonneet B ja C, joille valtakirjassa oli myös määrätty annettavaksi varoja, olivat olleet tietoisia. Oikeustoimi on julistettu pätemättömäksi OikTL 33 §:n nojalla, koska valtakirjan antaja ollut vailla oikeustoimikelpoisuutta.

¹¹⁵ Huomioitavaa on, että tapauksessa oli kyse verkkopankissa toteutettavista toimeksiantoista, joka on niin sanottua execution only -palvelua. Sitä eivät koske sijoitusneuvontaan liittyvät menettelytapasäännökset. Pankilla ei execution only -palvelussa ole velvollisuutta varmistua toimeksiantojen soveltuvuudesta asiakkaalle. Ratkaisu olisi voinut olla erilainen, jos kyse olisi ollut varsinaisesta sijoitusneuvonnasta. Tosin tällöinkään sijoitusneuvojan ei voida olettaa tietävän asiakkaan sairaudesta, mikäli tämä ei ole siitä kertonut eikä asiakkaan käytös ole antanut aihetta epäillä tämän harkintakykyä.

Osapuolen riittävän ymmärryskyvyn puute tai muu vajaavaltaisuus saattaa johtaa siihen, että hänet katsotaan oikeustoimikelvottomaksi. Syynä alentuneeseen arvostelukykyyne voi olla sairaus tai siihen verrattava tila, kuten esimerkiksi dementia tai kehitysvammaisuus.¹¹⁶ HolhtL 2§:n mukaan vajaavaltaisia ovat kaikki alaikäiset sekä täysi-ikäiset, jotka on tuomioistuimen päätöksellä julistettu vajaavaltaisiksi. Vajaavaltaiten ja riittävää ymmärryskykyä vailla olevien kykyä tehdä päteviä oikeustoimia on rajoitettu. Heillä ei esimerkiksi ole mahdollisuutta määrätä rajoittamattomasti omaisuudestaan.¹¹⁷ Koska mahdollisuutta määrätä rajoittamattomasti omaisuudesta on rajoitettu, liittyy tämä myös sijoittamiseen. Ajoittain nostatetaan esille iäkkäiden sijoittajien tahdonmuodostuksen mahdollinen heikentyminen tilanteissa, joissa heidän toimintakelpoisuutta ei kuitenkaan ole rajoitettu. Monesti vanhus itse antaa valtakirjan sukulaisilleen, esimerkiksi lapsilleen, jotka hänen puolestaan selvittävät sijoitusneuvojan toimien asianmukaisuutta. Koska arvopaperilainsäädännössä ei ole erillistä sääntelyä vajaavaltaiten oikeudesta tehdä sijoituspalvelusopimuksia, määräytyy vajaavaltaisen oikeus tehdä sijoituspalvelusopimuksia HolhtL:n yleisten säännösten mukaan.¹¹⁸

Ratkaisukäytännöstä löytyy useita tapauksia, joissa on pohdittu sijoittajan iän ja terveydentilan vaikutusta sijoittamiseen. Esimerkiksi sijoitusneuvontaa koskeneessa ratkaisussa APL 268/08 asiakas yritti vedota muun muassa siihen, että hän kärsi masennuksesta ja kävi sen vuoksi terapiassa sijoituspäätösten tekohetkellä. Asiakas väitti lisäksi, että hänet oli pakotettu sijoittamaan indeksilainaan. Hän ei kuitenkaan kyennyt osoittamaan mitään selvitystä väitetyn pakottamisen tueksi. Lääkärintodistuksista ilmeni, että hän oli ollut työkyvyttömänä indeksilainan merkintäpäivänä. Mikään ei kuitenkaan viitannut siihen, että hänen oikeustoimikelpoisuutensa olisi ollut alentunut siinä määrin, ettei hän olisi kyennyt tekemään harkittua sijoituspäätöstä. Asiakkaan henkilökohtaiset olosuhteidensa olosuhteet eivät olleet pankin tiedossa. Ratkaisu olisi todennäköisesti ollut päinvastainen, jos asiakkaan sairaus olisi vaikuttanut hänen oikeustoimikelpoisuutensa.

2.5 Sijoittajan äidinkieli

Sijoittajan äidinkieli on myös merkityksellinen sijoitusneuvonnassa, sillä kielitaito kulkee käsi kädessä ymmärryksen kanssa. Mikäli sijoittaja ei ymmärrä riittävästi palveluntarjoajan käyttämää tai esitteissä käytettyä kieltä, lieneekin järkevää vetäytyä sijoitus-

¹¹⁶ Esimerkiksi tapauksessa KKO 1951 II 151 vuokranantajan katsottiin olevan korkea ikänsä ja siitä johtuneen ”vanhuuden tylsyyden” vuoksi kyvytön selkeästi arvioimaan oikeustoimeja.

¹¹⁷ Hemmo 2006, s. 189 - 191.

¹¹⁸ Hoppu 2009, s. 120.

neuvonnan tarjoamisesta.¹¹⁹ Asiakas kertoo kuitenkin yleensä oma-aloitteisesti kielitaidoistaan, mutta sen selvittäminen on myös osa sijoituspalvelun tarjoajan selonottovelvollisuutta. Ratkaisukäytännöstä löytyy kuitenkin tapauksia, jossa asiakkaita ei ole palveltu heidän äidinkielellään, jolloin asiakas ei ole ymmärtänyt annettuja tietoja.¹²⁰

Myös komission delegoidussa asetuksessa on kiinnitetty huomiota asiakkaan kanssa käytettävään kieleen. Sijoittajien saamien tietojen yhdenmukaisuuden parantamiseksi sijoituspalvelun tarjoajan tulee 44 artiklan mukaan varmistaa, että kaikki tiedot, mukaan luettuna markkinointiviestintä, tulee esittää johdonmukaisesti samalla kielellä kaiken tyyppisissä tiedoissa ja markkinointiaineistoissa, jotka annetaan asiakkaalle, jollei asiakas ole ilmoittanut voivansa vastaanottaa tietoa useammalla kuin yhdellä kielellä. Lisäksi sijoituspalveluyrityksen tulee 47 artiklan mukaan ilmoittaa kielet, joilla asiakas voi asioida sijoituspalveluyrityksen kanssa, ja joilla tämä voi saada asiakirjoja ja muuta tietoa yritykseltä. Esimerkiksi ratkaisussa APL 11/2014 suositeltiin korvaamaan vahinko asiakkaalle, koska palveluntarjoajan ei katsottu täyttäneen tiedonantovelvollisuuttaan asioimalla asiakkaan kanssa suomeksi, koska asiakas ymmärsi kieltä heikosti.

Kielen merkitys sijoittamisessa on viime aikoina korostunut entisestään. FIVA linjasi esimerkiksi joulukuussa 2017, että Suomessa tarjottavien PRIIPS-tuotteiden avaintietoasiakirjojen osalta hyväksyttävät kielet ovat vain suomi ja ruotsi. Tätä perusteltiin yksityissijoittajien tarpeesta saada avaintiedot helpossa ja ymmärrettävässä muodossa. Tämä toteutuu parhaiten, kun tiedot annetaan sijoittajan omalla äidinkielellä.¹²¹

3 ASIAKKAAN TUNTEMINEN JA ASIAKASLUOKITTELU

3.1 Asiakkaiden tunteminen

Asiakkuuden aloittamisen edellytyksenä on asiakkaan tunteminen. Asiakkaan tuntemisella tarkoitetaan kaikkia niitä menettelytapoja, joilla sijoituspalvelun tarjoaja varmistaa asiakkaan henkilöllisyyden sekä tuntee asiakkaansa toimintaa ja taustaa siinä laajuudessa, mitä asiakassuhde edellyttää. Tätä kutsutaan know your customer –periaatteeksi. Asiakkaan tuntemista koskevat velvoitteet perustuvat SipaL:iin ja RapeL:iin. Sijoituspalvelun tarjoajan on tehtävä seuraavat asiat asiakkaan tuntemiseksi: 1) tunnistettava

¹¹⁹ Salo 2016, s. 227.

¹²⁰ ks. esim. APL 2/16, jossa asiakas toi esille olevansa ruotsinkielinen - myös pankin asiakastietojen mukaan, mutta keskustelut käytiin suomeksi. Tämä taas johti siihen, ettei hän ymmärtänyt myyneensä osakkeita, vaan luotti pankin edustajaan. Osakkeiden myynnit selvisivät hänelle vasta verottajan pyydettyä lisäselvitystä niistä.

¹²¹ PRIIPS-uutiskirje 1/2017.

asiakas ja tämän edustaja 2) todennettava asiakkaan ja tarvittaessa tämän edustajan henkilöllisyys 3) tunnistettava tosiasialliset edunsaajat ja tarvittaessa todennettava näiden henkilöllisyys 4) tunnettava asiakkaan toiminta ja liiketoiminnan laatu sekä laajuus ja viimeiseksi 5) on tunnettava asiakkaan perusteet palvelun tai tuotteen käyttämiselle. Palveluntarjoajalla ei voi olla tunnistamattomia asiakkaita, ja se voi kieltäytyä ottamasta asiakkaaksi sellaista, joka ei suostu antamaan tietoja itsestään tai toiminnastaan tai jonka koko, toimipaikka tai toiminnan luonne eivät vastaa palveluntarjoajan liiketoimintastrategiaa.¹²²

3.2 Asiakkaiden luokitteluvuorvoite

Sijoittajien joukko ei ole homogeeninen. Sijoittajan rooliin sopii monenlaisia toimijoita, joilla saattaa olla hyvinkin erilaiset lähtökohdat sijoittamiseen. Näin ollen on selvää, ettei kaikkiin sijoittajiin ei kannata kohdistaa samanlaisia säädöksiä, vaan heidät kannattaa jakaa ryhmiin, jotta erilaiset sijoittajat saavat tarvittavan suojan. Kyseinen ongelma on pyritty ratkaisemaan asiakkaiden luokitteluvuorvoitteella.

MiFID:n implementointi toi mukanaan yksityiskohtaiset säännökset sijoituspalvelun tarjoajan velvollisuudesta luokitella asiakkaansa kansalliseen lainsäädäntöön.¹²³ Direktiivissä asiakkaalla tarkoitetaan luonnollista tai oikeushenkilöä, jolle sijoituspalveluyritys tarjoaa sijoitus- ja/tai oheispalveluja. Asiakkaat taas jaetaan kolmeen ryhmään: ei-ammattimaiseksi asiakkaaksi¹²⁴, ammattimaiseksi asiakkaaksi tai hyväksyttäväksi vastapuoleksi. Kahta ensimmäistä voidaan pitää niin sanottuina pääluokkina, sillä hyväksyttäviä vastapuolia nähdään ammattimaisen asiakkaan alaryhmänä. Enemmistö sijoittajista kuuluu ei-ammattimaisten sijoittajien ryhmään.¹²⁵ Luokittelulla pyritään suojamaan sijoittajaa, sillä luokittelusäätelyllä voidaan kohdentaa menettelytapasäännöt asiakkaiden erityispiirteiden mukaisesti.¹²⁶

¹²² Nousiainen – Sundberg 2013, s. 18-19.

¹²³ Kansallinen lainsäädäntö ei kuitenkaan sisällä MiFID:in ja täytäntöönpanodirektiivin asiakasluokittelusäätelyn kaikkia yksityiskohtia, minkä vuoksi eräissä kohdin tukeudutaan suoraan direktiiveihin. Lisäksi eräissä kohdin tukeudutaan myös unionitason valmisteluasiakirjoihin, komission kannanottoihin ja eräiden muiden maiden virallislähteisiin, koska asiakasluokittelua käsitellään niukasti kansallisen lainsäädännön esitöissä. Ks. Manninen 2008, s. 3.

¹²⁴ MiFID II:ssa käytetään ei-ammattimaisesta asiakkaasta myös termiä yksityisasiakas, josta direktiivissä käytetyn terminologian mukaisesti voidaan käyttää myös nimityksiä yksityissijoittaja, ei-ammattimainen sijoittaja tai vähittäissijoittaja ks. MiFID II:n johdantolause 86. Termit ”yksityissijoittaja” tai ”yksityisasiakas” ovat ongelmallisia, sillä ne viittaavat lähinnä luonnollisiin henkilöihin. Ei-ammattimaisia sijoittajia voivat kuitenkin olla myös oikeushenkilöt, kuten yritykset.

¹²⁵ Manninen 2008, s.6.

¹²⁶ Perustuu MiFID:n 31. johdantolauseeseen. Ks. myös. HE 43/2007, s. 70.

Lainsäädäntö ei varsinaisesti sisällä erillistä säännöstä kenenkään velvollisuudesta luokitella asiakkaitaan, mutta SipaL:n 10:1 mukaan sijoituspalveluyrityksen on ilmoitettava asiakkaalleen tämän luokittelusta ei-ammattimaiseksi asiakkaaksi, ammattimaiseksi asiakkaaksi tai hyväksyttäväksi vastapuoleksi. Jokainen asiakas kuuluu johonkin näistä ryhmistä, eikä sellaista tilannetta voi syntyä, jossa asiakas ei kuuluisi mihinkään aiemmin mainituista ryhmistä. Säännökset luokittelun muuttamisesta mahdollistavat kuitenkin sen, että yhdellä asiakkaalla voi eri luokitus eri rahoitusvälineiden ja palveluiden osalta. Sen lisäksi että, asiakkaalle on ilmoitettava luokittelusta, on asiakkaalle myös ilmoitettava hänen oikeudesta pyytää luokittelun muuttamista ja annettava selvitys siitä, miten luokittelun muuttaminen vaikuttaa asiakkaan asemaan. Ilmoitus on tarpeellinen, jotta sijoittajansuojaa edistävien menettelytapasäännösten ja sijoittajien korvausrahasuojaa voidaan kohdentaa oikeille asiakkaille. Tiedot tulee osoittaa asiakkaalle henkilökohtaisesti, ja ne on annettava kirjallisesti tai muulla pysyvällä tavalla.¹²⁷ Asiakasluokittelu on tehtävä ennen sijoituspalvelujen tarjoamista, jotta oikeata menettelytapasäännöksiä sovelletaan. Lisäksi kaikilla sijoituspalveluita tarjoavilla tulee olla selkeät sisäiset ohjeet asiakkaiden luokittelusta ja niiden osalta noudatettavista menettelytavoista, jotta voidaan tehdä yhtenäisiä ja johdonmukaisia luokittelupäätöksiä.¹²⁸

3.3 Asiakasluokat ja luokittelukriteerit

SipaL:n 1:23 mukaan ei-ammattimainen asiakas on muu kuin ammattimainen asiakas tai hyväksyttävä vastapuoli, eli ammattimaisen asiakkaan negaatio. Tähän asiakasryhmään kuuluu yleensä esimerkiksi yksityishenkilöt, pienet yritykset, seurakunnat, kunnat, kuntayhtymät sekä yhdistykset.¹²⁹ Heitä suojataan lainsäädännön avulla erilaisilla selonotto-, tiedonanto- ja muilla menettelytapavelvoitteilla, joita käsitellään tarkemmin myöhemmin. Ei-ammattimaisen asiakkaan sijoittajansuoja on kaikista laajin.¹³⁰ Ei-ammattimaisen asiakkaan laajemman suojan piiriin pääsevät siis sekä yritykset että yksityishenkilöt, toisin kuin esimerkiksi kuluttajansuojalainsäädännössä, jossa elinkeinonharjoittajan suoja on lähes olematon.

¹²⁷ Hoppu 2009, s. 71 ja 74.

¹²⁸ Nousiainen - Sundberg 2013, s. 57.

¹²⁹ MiFID II:n 104 johdantolauseessa todetaan finanssikriisin osoittaneen puutteita muidenkin kuin ei-ammattimaisten asiakkaiden kyvyssä ymmärtää sijoitukseen liittyviä riskejä. Tästä syystä osaa informaatio- ja raportointivelvollisuuksista laajennettiin koskemaan aiempaa suurempaa sijoittajajoukkoa. Tähän liittyy kuntien ja kuntayhtymien poistaminen hyväksyttävien vastapuolien ja ammattimaisten asiakkaiden listalta. Ne voisivat silti jatkossakin pyytää luokittelua ammattimaiseksi asiakkaaksi. Tosin kunnat ja kuntayhtymät ovat Suomessa lakanneet olemasta suoraan lain nojalla ammattimaisia asiakkaita jo vuoden 2013 alusta alkaen. Ks. Nousiainen – Sundberg 2013, s.48.

¹³⁰ Nousiainen - Sundberg 2013, s. 47.

Ei-ammattimaiset asiakkaat voivat myös olla yrityksiä. Tällöin sijoitusneuvojan tulee arvioida tuotteiden soveltuvuutta yrityksen näkökulmasta, mutta sijoituskokemusta ja -tietämystä sen sijaan arvioidaan yritystä edustavan henkilön osalta.¹³¹ Vastaava tilanne on, jos luonnollista henkilöä tai näiden muodostamaa ryhmää edustaa toinen luonnollinen henkilö. Esimerkiksi avioparista toinen saattaa hoitaa kummankin sijoitusasioita. Tällaisessa tilanteessa sijoitusneuvontaa tarjoavan tulisi sopia asiakkaiden kanssa, kuka on soveltuvuusarvioinnin kohteena, ja miten arviointi toteutetaan käytännössä. Tarkoituksena on selvittää, kenen osalta sijoitusneuvojan tulee hankkia tiedot henkilön sijoittamiseen liittyvästä kokemuksesta ja tietämyksestä, taloudellisesta asemasta ja sijoitustavoitteista. Jos sopimusta edustajasta ei ole tehty, hankalammin arvioitava tilanne on useamman henkilön muodostama ryhmä, johon kuuluvien taloudelliset tilanteet vaihtelevat voimakkaasti. ESMA:n ohjeiden mukaan tilanteissa, joissa ryhmään kuuluvien henkilöiden taloudelliset tilanteet eroavat toisistaan, tulee arvioida henkilöä, jonka taloudellinen tilanne on heikoin. Näin menetellään sijoitustavoitteiden osalta – maltillisin määrittää ryhmälle annettavien suositusten soveltuvuuden.¹³²

Toinen pääasiakasluokka on ammattimaiset asiakkaat. Ammattimaisella asiakkaalla tarkoitetaan asiakasta, jolla on tarpeeksi kokemusta, asiantuntemusta ja tietämystä tehdä itsenäisiä sijoituspäätöksiä ja arvioidakseen niihin liittyviä riskejä. Ammattimaisten asiakkaiden ryhmä onkin monimuotoinen ja siihen kuuluu lain nojalla yhteisöt, joiden toiminta vaatii toimiluvan tai joiden toimintaa ohjaa rahoitusmarkkinoilla koskeva sääntely. Ammattimaisia asiakkaita ovat esimerkiksi luottolaitokset, sijoituspalveluyritykset, rahastoyhtiöt, vakuutusyhtiöt, työeläkevakuutusyhtiöt, pörssi, arvopaperikeskus, eläkekassat ja eläkesäätiöt. Myös Suomen valtiota, Valtiokonttoria ja valtion liikelaitoksia, Ahvenanmaan maakuntaa, Euroopan keskuspankkia, Suomen Pankkia ja siihen rinnastettavaa ulkomaista keskuspankkia sekä Kansainvälistä valuuttarahastoa, Maailmanpankkia ja niihin rinnastettavaa muuta kansainvälistä yhteisöä tai organisaatiota pidetään ammattimaisena asiakkaana. Samoin yhteisösijoittajaa, joka ei tarvitse toimilupaa ja, jonka pääasiallisena toimialana on rahoitusvälineisiin sijoittaminen.¹³³

Yrityksen suuri omaisuus saattaa johtaa siihen, että se katsotaan ammattimaiseksi asiakkaaksi. SipaL:n 1:23 2. kohdan mukaan suuryritys, joka täyttää viimeksi päättyneeltä täydeltä tilikaudelta laaditun tilinpäätöksen mukaan vähintään kaksi seuraavista vaati-

¹³¹ Salo 2016, s. 222.

¹³² ESMA/2012/387, s. 12.

¹³³ HE 43/2007 vp, s. 68-69.

muksista: a) taseen loppusumma on vähintään 20 000 000 euroa; b) liikevaihto on vähintään 40 000 000 euroa; c) omat varat ovat vähintään 2 000 000 euroa, katsotaan ammattimaiseksi asiakkaaksi. Säännös perustuu siis puhtaasti varallisuuteen, jolloin yrityksen taloudellisella asemalla on ratkaiseva merkitys, kun arvioidaan täyttääkö se edellä mainitut vaatimukset. Tätä voi on sinänsä pitää erikoisena, koska yrityksen varallisuus tai suuri liikevaihto ei automaattisesti takaa, että yrityksellä on tarpeeksi kokemusta, asiantuntemusta ja tietämystä tehdä itsenäisiä sijoituspäätöksiä, kuten ammattimaisella asiakkaalla tulisi olla.

Edellä mainittuja ammattimaisia asiakkaita yhdistää se, että ne ovat kaikki joko yksityis- tai julkisoikeudellisia yhteisöjä. Tästä ei kuitenkaan tule tehdä päätelmää, ettei luonnollinen henkilö voisi olla ammattimainen asiakas. Ei-ammattimainen asiakas, joka kokee, että hänellä on tarvittava osaaminen ja kokemus, voi pyytää SipaL:n 1:23 2. momentin mukaan palveluntarjoajaa kohtelemaan häntä ammattimaisena asiakkaana.¹³⁴ Silloin palveluntarjoajan on kuitenkin huolellisesti selvitettävä täyttääkö asiakas tarvittavat kriteerit.¹³⁵ Pelkkä asiakkaan pyyntö ei riitä asiakkaan kohteluun ammattimaisena asiakkaana, vaan asiakkaan on lisäksi täytettävä eräitä kvalitatiivisia ja kvantitatiivisia vaatimuksia. Lisäksi asiakasta on informoitava seurauksista, jotka johtuvat ei-ammattimaisen sijoittajan suojasta luopumisesta.¹³⁶ Syynä pyynnölle voi olla esimerkiksi se, että asiakas pääsee laajemman tuotevalikoiman piiriin. Osa sijoitustuotteista on nimittäin tarjolla vain ammattimaisille asiakkaille. Jos pyyntö hyväksytään, menettää ei-ammattimainen asiakas samalla keskeisen osan sijoittajansuojastaan.¹³⁷

Luokittelun muutospyyntö voidaan hyväksyä ainoastaan, jos asiakkaalla katsotaan olevan valmiudet tehdä itsenäisiä sijoituspäätöksiä ja ymmärtää niihin liittyvät riskit, ja mikäli ainakin kaksi seuraavista kriteereistä täyttyy: 1) asiakas on toteuttanut huomattavan suuria liiketoimia kyseisillä markkinoilla keskimäärin kymmenen kertaa neljänneksessä neljän viimeksi kuluneen vuosineljänneksen aikana; 2) asiakkaan sijoitusvarallisuuden arvo on yli 500 000 euroa 3) asiakas työskentelee tai on työskennellyt rahoituslalla ammattimaisesti vähintään vuoden tehtävässä, joka edellyttää tietämystä suun-

¹³⁴ Asiakkaat, jotka on omasta pyynnöstä luokiteltu ammattimaisiksi asiakkaiksi, voitaisiin pitää myös eräänlaisena omana väliasiaksluokkana. Ks. Manninen 2010 s. 20.

¹³⁵ Täytäntöönpanodirektiivin 28 artiklan 3 kohdan b alakohdan mukaan sijoituspalvelun tarjoajan pitäisi voida kohdella lain nojalla ammattimaista asiakasta ei-ammattimaisena asiakkaana myös omasta aloitteestaan, mutta tätä ei kuitenkaan ole implementoitu kansalliseen lainsäädäntöön.

¹³⁶ Tähän liittyen Hoppu on kuitenkin havainnut, että vaikka kuluttaja voi tietyissä tilanteissa luopua osasta SipaL tarjoamasta suojasta, ei hän voi luopua KSL:n antamasta suojasta. Ks. Hoppu 2004, s. 185.

¹³⁷ Salo 2016, s. 212.

nitelluista liiketoimista ja palveluista. Elleivät kriteerit täyty, ei asiakasta voida kohdella ammattimaisena.¹³⁸ Ei riitä, että asiakkaalla olisi sijoituspalvelun tarjoajan arvion mukaan tarpeeksi kokemusta, asiantuntemusta ja tietämystä itsenäisen sijoituspäätöksen tekemiseen ja niistä aiheutuvien riskien arviontiin, elleivät vähintään kaksi kriteereistä täyty. Toisaalta asiakasta ei voida kohdella ammattimaisena, ellei hänellä ole tarvittavaa kokemusta, tietämystä ja asiantuntemusta itsenäisen sijoituspäätöksen tekemiseen ja siihen liittyvien riskien arviointiin.¹³⁹ Näin ollen sijoittajan yksilölliset ominaisuudet vaikuttavat asiakasluokkaan, tosin vain asiakkaan niin pyytäessä.

Ensimmäisen kriteerin ”huomattavan suuri liiketoimi”, on herättänyt kysymyksiä tulkinnanvaraisuutensa vuoksi. Lainsäädännössä tai hallituksen esityksessä ei ole otettu kantaa siihen, mikä voidaan katsoa huomattavan suureksi liiketoimeksi. Koska kansallisen lainsäädäntö perustuu MiFID:iin, on mahdollista hakea tulkinta-apua komission kannasta. Komission mukaan keskeistä on arvioida liiketoimen suuruttua suhteessa suunniteltuun kohdemarkkinaan, eikä palveluntarjoajan toimintaan. Merkitystä on sillä, minkä kokoisia liiketoimet tavanomaiset ovat tietyllä markkinalla.¹⁴⁰ Toisessa kriteerissä taas annetaan suuri merkitys sijoitusvarallisuuden määrälle. Sijoitettavien varojen määrä indikoi sijoittajan ammattimaisuutta, mutta se ei ole ratkaiseva tekijä, sillä suuri sijoitettavien varojen määrä ei yksin tee sijoittajasta ammattimaista, koska myös sijoittajan ammattitaito on huomioitava. Kolmannessa kriteerissä huomio taas kiinnittyy yhden vuoden ammattikokemukseen, jonka pitäisi viitata asiantuntemukseen. Yksi vuosi on hyvin lyhyt aika hankkia laaja-alaista asiantuntemusta. Kriteeri on tosin melko yleisluontoisesti kirjoitettu, mikä jättää sijoituspalvelun tarjoajalle tulkinnanvaraa.

Asiakasluokittelun jaottelukriteerejä pidetään usein melko muodollisina. Edellä käsitellystä SipaL:n mukaisista kriteereistä voimme kuitenkin havaita, että asiakkaan yksilöllisillä ominaisuuksilla on vaikusta asiakasluokitteluun tietyissä tilanteissa, tosin vain asiakkaan pyynnöstä.¹⁴¹ Merkityksellisiä ominaisuuksia ovat tehtyjen liiketoimien suuruus tehtyjen liiketoimien määrä, varallisuuden määrä, tosiasiallinen asiantuntemus sijoitus-

¹³⁸ MiFID II –säätelyssä ei muutettu edellytyksiä, joilla ei-ammattimaista asiakasta voidaan kohdella ammattimaisena asiakkaana. Mainittakoon kuitenkin, että SipaL:n edellytysten toisessa kohdassa olevan sijoitusvarallisuuden käsitteen sijaan MiFID II:ssa käytetään tosin termiä rahoitusvälinesalkku, jonka täsmennetään voivan sisältää sekä käteistalletuksia että rahoitusvälineitä. Näin ollen koko 500 000 euron sijoitusvarallisuuden ei tarvitse olla sijoitettuna varsinaisiin riskipitoisiin rahoitusvälineisiin, vaan se voi olla osin talletustilimuodossa. Ks. MiFID II, liite II.1.

¹³⁹ Hoppu 2009, s. 73-74.

¹⁴⁰ Komissio: Your questions on MiFID, s. 130. Viittaus 25.9.2017.

¹⁴¹ Wuolijoki 2009, s. 365-366.

toiminnasta, joka voidaan osoittaa esimerkiksi aiemman työkokemuksen tai koulutuksen kautta. Näillä ominaisuuksilla on myös vaikutus sijoitusneuvojan velvollisuuksiin asiakasta kohtaan ja kriteereistä on myös mahdollista hakea apua sen arviointiin, mitkä seikat ovat erityisen keskeisiä arvioitaessa velvollisuuksien vahvuutta.¹⁴² Kriteerit ovat hyödyksi arvioitaessa myöhemmin sijoituspalvelun tarjoajan tiedonanto- tai selonotto-velvollisuutta.

Ammattimaisen asiakkaiden alaluokka, hyväksyttävät vastapuolet, voidaan jakaa ryhmiiin luokitteluperusteen mukaan: lain nojalla hyväksyttäviin vastapuoliin, suostumuksen nojalla hyväksyttäviin vastapuoliin ja omasta pyynnöstä hyväksyttäviin vastapuoliin. Hyväksyttäväksi vastapuoleksi lain nojalla katsotaan SipaL:n 1:23 1 momentin 1, 3 ja 4 kohdassa tarkoitetut asiakkaat eli esimerkiksi seuraavia yhteisöjä: luottolaitoksia, pörssiä sijoituspalveluyhtiötä tai valtiota ja sen yksiköitä, kuten esimerkiksi Suomen valtio. Lisäksi keskuspankit ja suuryritykset, jotka täyttävät tietyt varallisuuskriteerit voidaan luokitella hyväksyttäväksi vastapuoleksi, jos yritys antaa siihen suostumuksensa. Edellä mainittujen lisäksi ammattimainen asiakas, joka on pyytänyt, että sitä kohdellaan hyväksyttävänä vastapuolena sellaisissa palveluissa ja liiketoimissa, joiden osalta sitä voidaan pitää ammattimaisena asiakkaana, voidaan luokitella hyväksyttäväksi vastapuoleksi. Pyyntö perusteella tapahtuvaa luokittelu muutokseen ei kuitenkaan liity kvalitatiivisia taikka kvantitatiivisia vaatimuksia, kuten ei-ammattimaisen asiakkaan pyytäessä, että tämä luokitellaan ammattimaiseksi asiakkaaksi¹⁴³.

Asiakas ei voi olla hyväksyttävä vastapuoli kaikissa sijoituspalveluissa, vaan ainoastaan seuraavissa palveluissa: 1) toimeksiantojen vastaanottaminen ja välittäminen 2) toimeksiantojen toteuttaminen 3) rahoitusvälineiden säilyttäminen ja 4) kaupankäynti omaan lukuun. Hyväksyttäväksi vastapuoleksi soveltuisi esimerkiksi ammattitaitoinen hyväksyttävä vastapuolen kriteerit täyttävä yritys, joka käy esimerkiksi osakekauppaa omaan lukuunsa. Johtuen siitä, että luokittelu hyväksyttäväksi vastapuoleksi ei ole mahdollinen sijoitusneuvonnassa, ei asiakasluokan sisältöön perehdytä tässä tarkemmin.¹⁴⁴ Huomionarvoista on kuitenkin, että SipaL:n 10:1 mukaan ammattimainen asiakas ja hyväksyttävä vastapuoli voivat esittää pyynnön tullakseen kohdelluksi ei-ammattimaisena asiakkaana, joko yksittäisen palvelun tai tuotteen osalta tai yleisesti. Jää kuitenkin palveluntarjoajan arvioitavaksi hyväksytäänkö pyyntö vai ei, mutta mikäli

¹⁴² Salo 2016, s. 212.

¹⁴³ Manninen 2008, s. 17.

¹⁴⁴ Ks. hyväksyttävästä vastapuolesta tarkemmin esim. Nousiainen - Sundberg 2013, s. 50-56.

pyyntö on esitetty, koska asiakas ei täytä ammattimaisen asiakkaan luokittelukriteerejä, tulee pyyntö joka tapauksessa hyväksyä.

Ammattimaiset asiakkaat ovat velvollisia ilmoittamaan sijoituspalvelun tarjoajalle muutoksista, jotka vaikuttavat heidän luokitteluunsa. Mikäli palveluntarjoajan tietoon tulee, ettei asiakas enää täytä kriteerejä, joihin ammattimaisen asiakkaan luokittelu on perustunut, on sen ryhdyttävä tarvittaviin toimenpiteisiin virheen korjaamiseksi. FIVA on kehottanut palveluntarjoajia varmistamaan, että luokittelu on aina ajantasainen.¹⁴⁵ Tästä herääkin kysymys, ilmoittavatko asiakkaat itse muutoksista, vai jääkö se käytännössä palveluntarjoajan selvitettäväksi. Toisaalta on pohdittava, ymmärtääkö asiakas asian tärkeyttä, tai mitkä seikat luokitteluun vaikuttavat, jotta osaisivat tästä omatoimisesti kertoa, ellei palveluntarjoaja kysy oikeita kysymyksiä säännöllisesti.

3.4 Luokittelun merkitys sijoittajansuojan kannalta

Asiakasluokkien välisiä eroja ei lainsäädännössä tuoda esiin kootusti, vaan erot tulevat esille vertailemalla säännöksiä.¹⁴⁶ Vertailemalla asiakasluokkiin kohdistuvaa sääntelyä, voi havaita, että suurin merkitys sovellettaessa menettelytapasääntöjä, jotka koskevat asiakassopimuksia, sijoituspalvelun tarjoajan markkinointia, selonotto- ja tiedonantovelvollisuuksia sekä asiakasraportointia.¹⁴⁷ Menettelytapasäännöt soveltuvat sekä ei-ammattimaisten että ammattimaisten asiakkaiden sijoituspalveluihin, mutta ammattimaisten asiakkaiden sijoituspalveluihin sovelletaan kevyempiä menettelytapasääntöjä, koska nämä luokat tarvitsevat muodoltaan ja intensiteetiltään erilaista suojasta.¹⁴⁸ Esi-merkiksi asiakasta koskevat selonotto- ja tiedonantovelvollisuudet eroavat merkittävästi ei-ammattimaisen ja ammattimaisen asiakkaan välillä.¹⁴⁹

Toiseksi luokittelu vaikuttaa asiakkaan omaan tietämis- ja selonottovelvollisuuteen. Ammattimaisen asiakkaan velvollisuus on laajempi kuin ei-ammattimaisen asiakkaan. Mitä asiantuntuvampi asiakas on, sitä huolellisempi tulee hänen toiminnassaan olla.

¹⁴⁵ Nousiainen & Sundberg 2013, s. 57-58.

¹⁴⁶ Manninen 2008, s. 7.

¹⁴⁷ Menettelytapasääntöihin laajassa mielessä voidaan lukea myös säännökset niin sanotusta ”parhaasta toteutuksesta” (best execution) ja asiakastoimeksiantojen käsittelystä, mutta niissä asiakkaan luokituksella ei-ammattimaiseksi tai ammattimaiseksi asiakkaaksi on relevanssia vain eräissä sääntelyn yksityiskohdissa. Manninen 2008 s.7.

¹⁴⁸ Manninen 2010, 7-8 ja 19.

¹⁴⁹ Hyväksyttäväksi vastapuoliksi luokitellut asiakkaat ovat lähes kokonaan menettelytapasääntöjen suojan ulkopuolella, koska menettelytapasääntöjä voidaan olla noudattamatta liiketoimissa, jotka on toteutettu tai saatu aikaan hyväksyttävien vastapuolten kesken. Menettelytapasääntöjen noudattamatta jättö johtaa taas huomattavasti suppeampaan asiakassuojaan. Ks. MiFID I johtolause 41.

Asiakasluokituksen lisäksi sijoittajan yksilölliset ominaisuudet on kuitenkin olisi huomioitava sijoittajan velvollisuuden sisällön määrittämisessä.¹⁵⁰

Kolmas keskeinen ero sijoittajansuojan kannalta on se, että ainoastaan ei-ammattimaiset asiakkaat kuuluvat sijoittajien korvausrahaston suojan piiriin. SipaL:n 11:5 on mainittu että, suojan piiriin eivät kuulu ammattimaisten asiakkaiden saamiset, jonka myötä herää kuitenkin kysymys, kuuluuko suojan piiriin ammattimaisten asiakkaiden saamiset, jos sijoituspalvelun tarjoaja kohtelee määritelmän mukaan ammattimaista asiakasta ei-ammattimaisena asiakkaana omasta aloitteestaan tai asiakkaan pyynnöstä. Lain esitöistä ei saa apua tähän kysymykseen.

SipaL:n 11:1 mukaan lähtökohtaisesti kaikkien sijoituspalveluita tarjoavien yritysten tulee olla korvausrahaston jäseniä, mutta esimerkiksi sellaisten sijoituspalveluyritysten, jotka tarjoavat sijoituspalveluna yksinomaan toimeksiantojen välittämistä tai sijoitusneuvontaa ja jolla ei ole hallussaan tai hallinnoitavana asiakasvaroja eivät ole velvoitettuja tähän.¹⁵¹ Rahasto korvaa sijoittajien menetykset, mikäli sijoituspalveluyritys ei ole suorittanut sijoittajalle suojan piiriin kuuluvaa sijoittaja erääntynyttä ja riidatonta saatavaa lain tai sopimuksen mukaisesti. Sijoittajan on korvausta saadakseen ilmoitettava asiasta FIVA:lle. Suorituksen maksamisen edellytyksenä on, että saamisen suorittamatta jääminen on johtunut sijoituspalveluyrityksen asettamisesta konkurssiin tai siitä, että sijoituspalveluyritystä koskeva saneerausmenettely on aloitettu taikka sijoituspalveluyrityksen maksukyvyttömyydestä, joka ei FIVA:n arvion mukaan ole tilapäistä ja josta on saatu riittävä selvitys. Korvausrahaston on maksettava sijoittajan saamiset ilman aiheetonta viivytystä viimeistään kolmen kuukauden kuluttua FIVA:n päätöksestä. Yhdelle sijoittajalle maksettavan korvauksen määrä on 9/10 sijoittajan samalta sijoituspalveluyritykseltä olevan saamisen määrästä, kuitenkin enintään 20 000 euroa. Keskeistä on havaita, että rahasto ei korvaa esimerkiksi arvopaperien kurssimuutoksista johtuvia tappioita. Tätä voidaan pitää perusteltuna, sillä asiakas vastaa aina omien sijoituspäätösten seurauksista.

Neljäs ero on, että ei-ammattimaiset asiakkaat voivat käyttää APL:n maksutonta neuvonantopalvelua. APL ei anna sijoitusneuvontaa eikä palvele ammattimaisia sijoittajia. FINE:n ohjesäännön mukaan lautakunta antaa ratkaisusuosituksia sijoituspalveluihin

¹⁵⁰ Hoppu 2009, s. 255 - 257.

¹⁵¹ Tällaisia sijoituspalveluyrityksiä löytyy Suomesta useita, joten asiakkaan kannattaisi aina selvittää, onko palveluntarjoaja rahaston jäsen vai ei.

liittyvissä, sijoituspalvelun tarjoajan ja ei-ammattimaisen asiakkaan välisissä lain, viranomaismääräysten, hyvän arvopaperikauppatavan ja sopimusehtojen soveltamista sekä palveluntarjoajan menettelyä koskevissa asioissa ja erimielisyyksissä. Lautakunnan antama ratkaisu on luonteeltaan suositus eikä siitä voi valittaa.¹⁵²

3.5 Asiakasluokitteluun liittyviä ongelmia

Sijoituspalveluita koskevassa sääntelyssä asiakasluokittelu on keskeisessä asemassa. Asiakasluokittelua voidaan pitää hyvänä lähtökohtana kun tulkitaan osapuolten velvoitteita sijoitusneuvonnassa, mutta lisäksi huomioitava sijoittajien yksilölliset ominaisuudet. Tämä johtuu siitä, että asiakasluokat ovat yleisluonteisia, eivätkä ne luo yhtenäisiä ryhmiä. Ongelmia syntyy etenkin ei-ammattimaisten asiakkaiden ryhmän kohdalla, jossa asiakkaiden erot ovat suurimmat.

Ei-ammattimaisten asiakkaiden ryhmä kattaa lähes kaikki luonnolliset henkilöt, joten ryhmän sisällä on merkittäviä eroja osaamisen ja tietotaidon osalta. Sama pätee ryhmään kuuluviin oikeushenkilöihin. Hoppu on havainnut saman ongelman, ja jakanut ei-ammattimaiset sijoittajat vielä alaryhmiin, koska kohderyhmällä on monimuotoisempi merkitys, kun tulkitaan osapuolten velvoitteita. Hopun jaottelu on seuraava: ei-ammattimaiset asiakkaat sijoitustoiminnan asiantuntijat, riskikuluttajat sekä niin sanottu suuri yleisö. Jaottelun kannalta keskeinen seikka on asiakkaan asiantuntemus arvopaperimarkkinoista ja sijoitustoiminnasta yleisesti. Suuri sijoitusvarallisuus ei esimerkiksi tee henkilöstä sijoitustoiminnan asiantuntijaa¹⁵³ tai ammattimaista asiakasta.¹⁵⁴

Sijoitustoiminnan asiantuntijoita voivat olla esimerkiksi sijoittamista harrastavat yksityishenkilöt. Asiantuntijoilta voidaan luonnollisesti edellyttää tietyn asteen asiantuntemusta sijoitustoiminnasta ja arvopaperialan käytänteistä. Oletuksena on, että asiantuntijat kykenevät suhtautumaan kriittisesti esimerkiksi tuotelupauksiin. Niin sanotulla suurella yleisöllä taas ei voida katsoa olevan erityistietämystä sijoitustoiminnasta. Riskikuluttajiin puolestaan kuuluu sellaiset henkilöt, jotka tarvitsevat erityisen suurta suojaa, kuten esimerkiksi ikäihmiset ja nuoret.¹⁵⁵ Muun muassa KSL:n esitöissä on arvioitu riskikuluttajien erityissuojan tarvetta ja nostettu esille, että riskikuluttajat eivät välttämättä kykene ymmärtämään markkinoidun tuotteen ominaisuuksia, ja he saattavat olla

¹⁵² <https://www.fine.fi/tietoa-finesta/neuvonta/palvelee-naissa-asioissa.html>. Viitattu 3.2.2018.

¹⁵³ Ks. Esimerkiksi APL 621/2002, jossa annettiin suuri merkitys sille, etteivät asiakkaat olleet aiemmin harrastaneet sijoitustoimintaa, vaan perineet omaisuuteensa.

¹⁵⁴ Hoppu 2004, s.120-121.

¹⁵⁵ Hoppu 2004, s. 174-177.

alttiimpia tietyille markkinointi väittämille. Henkilö ei kuitenkaan välttämättä ole riskikuluttaja kaikkien tuotteiden osalta. Riskikuluttajalla voidaan katsoa olevan vähäiset tiedolliset, taidolliset ja taloudelliset resurssit ja sen vuoksi tähän ryhmään kohdistuvaa markkinoinnin lainmukaisuutta arvioidaan tiukemmin kuin esimerkiksi suurelle yleisölle kohdistettua markkinointia.¹⁵⁶ Jako varmistaa sen, että asiakkaita suojellaan oikeasuhteisesti ja heikompi osapuoli saa laajemman suojelun kuin asiakasluokittelu yksistään antaisi. Kolmijakoa hyödynnetään myös myöhemmin arvioitaessa velvoitteita.

Ammattimaisten asiakkaiden ryhmä ei myöskään ole yhtenäinen, sillä siihenkin lukeutuu niin oikeushenkilöitä kuin yksityishenkilöitä. Suuren institutionaalisen sijoittajan asiantuntemus on yleensä merkittävästi parempi kuin yksityissijoittajan, vaikka yksityissijoittaja olisikin luokiteltu ammattimaiseksi. Näin ollen myös ammattimaisten asiakkaiden kohdalla on huomioitava sijoittajan yksilöllinen tilanne.

Sääntelyn tasolla asiakasluokan vaikutusta voidaan pitää melko yksiselitteisenä, mutta epäselvää on, miten se vaikuttaa säänneltyjen tilanteiden ulkopuolella. Vaikuttaako asiakasluokka siihen, miten sopimusoikeudellinen oppi tai lojaliteettiperiaate voivat synnyttää tiedonanto- tai neuvontavelvollisuutta silloin kun velvoitetta ei synny suoraan tietyistä normista? Wuolijoki on todennut, että asiakasluokittelu voi joko nostaa taikka madaltaa kynnystä tämän tyyppisen velvoitteen syntyyn.¹⁵⁷ Sopimusoikeudelliset periaatteet eivät kuitenkaan rajoitu tiettyihin asiakasluokkiin, kuten sääntelyn tasolla. Esimerkiksi lojaliteettiperiaatteen voimakkuus voi vaihdella sopimustyypeittäin, mutta on huomattava, ettei se liity vain heikomman suojeluun.¹⁵⁸ Tämä koskee myös muita informointivelvoitteiden kannalta keskeisiä sopimusoikeudellisia oppeja, kuten velvollisvelvollisuutta korostaa yllättäviä tai ankaria ehtoja¹⁵⁹ tai hyvää tapaa.

Asiakasluokalla saattaa olla merkittävä asema tulkittaessa informointivelvoitteisiin liittyviä keskeisiä periaatteita ja yksittäisissä soveltamistilanteissa. Se voidaan nähdä eräänlaisena harkintakriteerinä, jonka käyttöä voi perustella sillä, että lainsäätäjä on informaatiovelvoitteita säätäessään lähtenyt siitä, että heikompi osapuoli tulee suojata laajemmin. Vaikka asiakasluokka on tärkeä seikka arvioitaessa informointivelvoitteen sisältöä tai olemassaoloa, ei se tarkoita, että sopimusoikeudellisia periaatteita voitaisiin

¹⁵⁶ HE 8/1977 vp, s. 25-26.

¹⁵⁷ Wuolijoki 2009, s. 361.

¹⁵⁸ Munukka 2007, s. 448-452.

¹⁵⁹ Velvollisuus ehtojen korostamiseen ks. Hemmo I s. 162-170 ja hyvästä pankkitavasta Wuolijoki 2003, s.31-35.

sivuuttaa, sillä ne saattavat luoda tiedonantovelvollisuuksia sääntelemättömissä tilanteissa. Ellei näin olisi, mahdollistettaisiin se, että periaatteita ei sovellettaisi tiettyihin asiakasluokkiin.¹⁶⁰

4 TIEDONANTOVELVOLLISUUS SIJOITUSNEUVONNASSA

4.1 Yleinen tiedonantovelvollisuus ja tiedon asianmukaisuus

Erilaiset tiedonantovelvoitteet ovat tärkeässä roolissa arvopaperimarkkina lainsäädännössä, jossa informaatio on keskeisessä asemassa. Kehittynyt markkina edellyttää, että informaatio liikkuu tehokkaasti.¹⁶¹ Tehokkuus turvataan informaatiota koskevalla sääntelyllä.¹⁶² Tiedonantovelvoitteet korostuvat sääntelyssä, jossa sopimusosapuolet ovat eri asemassa sopimussuhteen kannalta relevatin seikan osalta.¹⁶³ Näin on esimerkiksi sijoitusneuvonnassa, jossa asiakkaan ja sijoitusneuvojan välillä on useimmiten informaatioepätasapaino.¹⁶⁴ Sijoitusneuvojan tiedonantovelvollisuus toimii ikään kuin informaatioepätasapainon kontrolloijana.¹⁶⁵ Tiedonantovelvollisuuteen liittyy pyrkimys suojella informaatiolla heikompia osapuolia vaarallisilta sopimuksilta.¹⁶⁶ Näin ollen se myös vahvistaa sijoittajansuojaa.

Sijoitusneuvojille on asetettu laaja tiedonantovelvollisuus.¹⁶⁷ Tiedonantovelvollisuuksien tarkoitus on nostaa asiakkaan tiedon tasoa ja olla apuna arvioitaessa sopimuksen kannattavuutta ja soveltuvuutta yksilöllisiin tarkoituksiin. Näin saadaan asiakkaat myös huomioimaan riskit paremmin.¹⁶⁸ Lakiin perustuva tiedonantovelvollisuus voi olla standardisoitu tai tapauskohtaisiin olosuhteisiin perustuva. Standardoidut tiedonantovelvoitteet vähentävät tulkinnanvaraisuutta ja epäselvyyksiä, kun taas sijoittajan yksilölliseen tilanteeseen perustuvat tapauskohtaiset tiedonantovelvollisuudet ovat huomattavasti tulkinnanvaraisempia. Useimmat AML:n ja SipaL:n tiedonantovelvoitteet ovat standardoituja.¹⁶⁹ Yhdenmukaiset tiedonantovelvollisuudet lisää eri sijoituspalvelun tarjoajien vertailtavuutta.¹⁷⁰

¹⁶⁰ Wuolijoki 2009, s. 362 ja 364.

¹⁶¹ Astola 1990, s. 75-100.

¹⁶² HE 157/1988 vp, s. 3-4.

¹⁶³ Annola 2005, s. 76.

¹⁶⁴ Korling 2008, s. 258.

¹⁶⁵ Annola 2005, s. 29.

¹⁶⁶ Wuolijoki 2009, s. 108.

¹⁶⁷ Annola 2005, 75-87.

¹⁶⁸ Hemmo 2003, s.276.

¹⁶⁹ Hoppu 2009, s. 157.

¹⁷⁰ Turtiainen 2004, s. 124-125.

Kansalliseen lainsäädäntöön lisättiin ensimmäisen MiFID:n implementoinnin yhteydessä yksityiskohtaisia säännöksiä siitä, mitä tietoa asiakkaalle tulee missäkin vaiheessa antaa. SipaL:n 10:5:ssä säädetään sijoituspalvelun tarjoajaa koskevasta yleisestä tiedonantovelvollisuudesta, joka koskee kaikkien sijoituspalveluiden tai oheispalveluiden tarjoamista.¹⁷¹ Lisäksi sijoituspalvelun tarjoajalle on asetettu tiedonantovelvollisuus muun muassa asiakkaiden luokittelun ja asiakkaiden toimeksiantojen toteuttamista koskevien toimintaperiaatteiden osalta. Yleisen tiedonantovelvollisuuden avulla pyritään takaamaan sijoittajille riittävät tiedot, jotta he voisivat kohtuullisesti ymmärtää tarjottavan sijoituspalvelun ja tietyn arvopaperityypin ominaispiirteet ja siihen sisältyvät riskit, voidakseen tehdä perusteltuja sijoituspäätöksiä.¹⁷²

Yleisessä tiedonantovelvollisuudessa on kyse sellaisten tietojen antamisesta, jotka voidaan antaa saman sisältöisinä kaikille saman tuotteen tai palvelun hankkiville. Yleistä tiedonantovelvollisuutta pidetään pääsääntöisesti standardoituna, koska sen sisältö ei useimmissa tapauksissa ole riippuvainen asiakkaan yksilöllisistä ominaisuuksista, kuten esimerkiksi sijoituskokemuksesta tai varallisuudesta. Vaikka standardinomaisuus on pääsääntö, ei asia ole täysin yksiselitteinen.¹⁷³ FIVA:n määräykset ja ohjeet 16/2013 sisältävät nimittäin myös kohtia, jonka mukaan tiedonanto tulisi sovittaa asiakaskohtaisiin ominaisuuksiin. Esimerkiksi kohdassa 6.3.3.2 todetaan, että rahoitusvälineiden riskien kuvauksen on huomioitava asianomaisen rahoitusvälineen ominaisuudet sekä asiakkaan asiantuntemus ja sijoituskokemus. Edelleen omaisuudenhoitoon ja palkkioihin liittyvät tiedonantovelvoitteet edellyttävät yksilöllisten seikkojen huomioimista.¹⁷⁴

Standardoitu tiedonantovelvollisuus ei myöskään sulje pois muuta mahdollista samaan asiakassuhteeseen liittyvää informaatiovelvollisuutta. Samaan aikaan saatetaan edellyttää vakiomuotoisen tiedon antamista ja asiakkaan tiettyjen yksilöllisten olosuhteiden esille tuomista.¹⁷⁵ Vaikka pääsääntö on, että yleinen tiedonantovelvollisuus on standardoitu, vaikuttaa senkin sisältöön jossain määrin sijoittajan yksilölliset ominaisuudet, kuten sijoituskokemus ja asiakkaan asiantuntemus. Näin ollen edes standardoitu tiedonantovelvollisuus ei ole vapaa sijoittajan yksilöllisten ominaisuuksien vaikutuksesta.

¹⁷¹ MiFID-sääntely teki tiedonantovelvoitteita koskevasta sääntelystä sekavaa. Nykyään velvoitteen sisällön selvittäminen edellyttää parhaillaan tutustumista lakiin, FIVA:n määräyksiin ja ohjeisiin, sekä MiFID direktiiviä selventäviin 3. tason CESR:n tai ESMA:n ohjeisiin, jotta edes voisi ymmärtää ensiksi mainittuja oikeuslähteitä.

¹⁷² HE 43/2007 vp. s. 93. ja MiFID 19 art. 3 kohta.

¹⁷³ Wuolijoki 2009, s. 220.

¹⁷⁴ FIVA määräykset ja ohjeet 16/2013, s. 22 ja 24.

¹⁷⁵ Hemmo 2006, s. 159-160.

Esimerkiksi Kouvolan hovioikeus arvioi ratkaisussa 4.11.2009 09/432 sijoitusneuvojan tiedonantovelvollisuutta ankarasti, johtuen erityisesti asiakkaan korkeasta iästä ja sijoituskokemuksen puutteesta.

Annettavan tiedon on oltava asianmukaista. SipaL:n 10:2:n 4 momentin mukaan sijoitus- ja oheispalvelua ei saa markkinoida antamalla totuudenvastaista tai harhaanjohtavaa tietoa. Voidaan puhua hyvästä arvopaperimarkkinatavasta. Totuudenvastainen tieto voi olla esimerkiksi tietoa, joka on esitetty virheellisellä tai vääristävällä tavalla.¹⁷⁶

FIVA:n määräykset ja ohjeet täydentävät SipaL:ssa säädettyä. Ne sisältävät myös yleisiä vaatimuksia annettavan tiedon asianmukaisuutta koskien. FIVA:n yksityiskohtaisten määräysten mukaan tietojen on oltava paikkansapitäviä, eivätkä ne saa korostaa sijoituspalvelusta tai rahoitusvälineestä mahdollisesti saatavaa etua ilman, että samalla annetaan asiallinen ja selkeä ilmoitus kyseeseen tulevista riskeistä. Tietoihin liittyviä keskeisiä seikkoja, väitteitä tai varoituksia ei myöskään saa peitellä tai vähätellä. Lisäksi tietoa on annettava riittävästi ja se on esitettävä siten, että tiedon saajien kohderyhmään tai todennäköiseen vastaanottajaryhmään kuuluva huolellisesti toimiva henkilö todennäköisesti ymmärtää tiedon¹⁷⁷. Jos tiedoissa viitataan tiettyyn verokohteluun, samalla on ilmoitettava selkeästi, että verokohtelu määräytyy kunkin asiakkaan yksilöllisten olosuhteiden mukaan, ja että se voi tulevaisuudessa muuttua. Lisäksi sijoituspalvelun tarjoajan on huolehdittava siitä, että sen harjoittamaan markkinointiin sisältyvät tiedot ovat johdonmukaisia niiden tietojen kanssa, joita se antaa asiakkaille sijoitus- ja oheispalveluja tarjotessaan. Asiakkaalle tulee varata kohtuullisesti aikaa perehtyä tietoihin, jotta hän voi tehdä perusteltuja päätöksiä. Asiakkaan tulee tutustua annettuihin tietoihin ja tarvittaessa kysyä lisätietoja, mikäli sopimuksen ehto tai palvelu jää epäselväksi.¹⁷⁸ Kohtuullinen aika on riippuvainen asiakkaan olosuhteista. Mikäli asiakas on asiantunteva, tarvitsee hän vähemmän aikaa perehtymiseen, kuin iäkäs tai muu riskiryhmää kuuluva henkilö.

¹⁷⁶ Tieto, jonka harhaanjohtavuus tai totuudenvastaisuus tulee ilmi sen esittämisen jälkeen ja jolla saattaa olla olennaista merkitystä sijoittajalle, on viivytyksettä oikaistava tai täydennettävä riittävällä tavalla. ks. tarkemmin Luukkonen 2016B, s. 124-125.

¹⁷⁷ Ruotsalaisessa oikeuskirjallisuudessa on ennen MiFID-sääntelyn aikaa puollettu velvollisuutta varmistua siitä, että asiakas de facto ymmärtää annetut tiedot oikealla tavalla. Myöhemmin kotimaisessa kirjallisuudessa esim. Wuolijoki on tuonut esiin, että nykyään olisi kohtuutonta, että palveluntarjoajan täytyisi varmistua jokaisen asiakkaan ymmärryksestä, mutta toteaa, että tiedot tulee antaa niin, että keskimääräinen kulloiseenkin asiakasryhmään kuuluva henkilö kykenee tiedon ymmärtämään. Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, että mikäli tiedonsaajana on riskiryhmä, kuten esimerkiksi iäkkäät, nuoret tai muut heikommissa asemassa olevat, olisi tiedonannon oltava yksinkertaisemmin ja selkeämmin ilmaistua, kuin esimerkiksi asiantuntijoiden tai muun suuren yleisön kohdalla.

¹⁷⁸ FIVA määräykset ja ohjeet 16/2013, s. 21-24.

4.2 Asiakkaille annettavia tietoja koskevat yksityiskohtaiset säännökset

Yleisen tiedonantovelvollisuuden sisältöön vaikutti aiemmin keskeisesti, oliko asiakas ei-ammattimainen vai ammattimainen, sillä annettavasta tiedosta säädettiin erikseen asiakasluokkien osalta. MiFID II:ssa laajennettiin ammattimaisille asiakkaille annettavia tietoja. Perusteena on, että kaikenlaisten asiakkaiden tulisi hyötyä kuluja ja veloituksia koskevasta lisääntyneestä avoimuudesta.¹⁷⁹ Uudistusta voidaan pitää positiivisena sijoittajansuojan kannalta, etenkin kun tiedetään etteivät asiakasluokat ole yhtenäisiä.¹⁸⁰

MiFID II myötä SipaL 10:5 muutettiin niin, että tiedonantovelvollisuus kohdistuu kaikkiin sijoituspalveluyrityksen asiakkaisiin, eikä vain ei-ammattimaisiin.¹⁸¹ Nykyisen pykälän mukaan asiakkaille annettava hyvissä ajoin ennen palvelun tarjoamista riittävät tiedot sijoituspalveluyrityksestä ja sen tarjoamista palveluista, rahoitusvälineistä ja ehdotetuista sijoitusstrategioista, toteuttamispaikoista sekä kaikista kuluista ja liitännäisistä veloituksista. Tietojen tulee sisältää seuraavat seikat:

”1) sijoitusneuvonnasta on hyvissä ajoin ennen sen tarjoamista ilmoitettava asiakkaalle:

a) onko neuvonta luonteeltaan riippumatonta vai ei;

b) perustuuko neuvonta laajaan vai rajoitetumpaan analyysiin eri rahoitusvälinelajeista ja erityisesti rajoittuuko valikoima sellaisten yhteisöjen liikkeeseen laskemiin tai tarjoamiin rahoitusvälineisiin, joilla on sijoituspalveluyritykseen läheinen sidos tai niin läheinen muu oikeudellinen tai taloudellinen suhde, kuten sopimussuhde, että se voi vaarantaa tarjotun neuvonnan riippumattomuuden;

c) tarjoaako sijoituspalveluyritys asiakkaalle säännöllistä soveltuvuusarviointia suositelluista rahoitusvälineistä;

2) rahoitusvälineitä ja ehdotettuja sijoitusstrategioita koskevien tietojen on sisällettävä asianmukaisia ohjeita ja varoituksia kyseisiin rahoitusvälineisiin tehtäviin sijoituksiin ja erityisiin sijoitusstrategioihin sisältyvistä riskeistä sekä siitä, onko rahoitusväline tarkoitettu ei-ammattimaisille vai ammattimaisille asiakkaille, ottaen huomioon asiakaskohderyhmä; ja

3) kuluja ja liitännäisiä veloituksia koskevien tietojen on sisällettävä sekä sijoitus- että oheispalveluihin liittyvät tiedot, myös neuvonnan kulut, asiakkaalle suositellun tai markkinoidun rahoitusvälineen kulut ja se, miten asiakas voi maksaa ne, sekä myös tiedot mahdollisten kolmansien osapuolten maksujen osalta.”

¹⁷⁹ Tosin ammattimaisten asiakkaiden ja hyväksyttävien vastapuolten kanssa voidaan tietyin edellytyksin sopia velvollisuuksien rajaamisesta. Rajoituksista ei kuitenkaan artiklan 50 mukaan voida sopia tarjotessa ammattimaiselle asiakkaalle sijoitusneuvontaa.

¹⁸⁰ Huomionarvoista on, että osa FIVA:n määräyksissä ja ohjeissa 16/2013 säädetyistä velvoitteista sisältävät vanhentuneen jaon ei-ammattimaisiin ja ammattimaisiin asiakkaisiin. Tätä ei ole tutkielman kirjoitushetkellä vielä korjattu.

¹⁸¹ HE 151/2017, s. 164.

FIVA:n yksityiskohtaiset määräykset ja ohjeet 16/2013 täydentävät SipaL:n sääntelyä. Alla keskitytään tutkimuskysymyksen kannalta relevantteihin seikkoihin. FIVA:n määräyksissä ja ohjeissa säädetään yksityiskohtaisesti, mitä tietoja palveluntarjoajasta ja sen tarjoamista palveluista on annettava ei-ammattimaiselle asiakkaalle. Ensinnäkin on annettava yleisiä tietoja palveluntarjoajasta, kuten yhteystiedot, tieto toimiluvasta ja mahdollisista sidonnaisasiamiehistä sekä tietoa toiminnan järjestämisestä. Toiseksi on annettava tiedot asiakasvarojen säilyttämisestä ja niihin liittyvistä riskeistä. Kolmanneksi on annettava tiedot kuluista ja palkkioista, kuten rahoitusvälineestä, ja sijoitus- tai oheispalvelusta veloitettava kokonaishinta. Neljänneksi sijoituspalvelun tarjoajan on annettava ei-ammattimaiselle asiakkaalle yleiskuvaus palvelun kohteena olevien rahoitusvälineiden luonteesta ja niihin liittyvistä riskeistä. Viidenneksi on annettava tieto kielistä, joilla asiakas voi asioida sijoituspalvelun tarjoajan kanssa, ja joilla tämä voi saada asiakirjoja ja muuta tietoa.¹⁸²

Sijoittajan päätöksenteon kannalta voidaan keskeisimpänä pitää palveluntarjoajan velvollisuutta antaa tietoja rahoitusvälineestä ja siihen liittyvistä riskeistä.¹⁸³ Kuvauksessa on tuotava esiin kulloisenkin rahoitusvälinelajin luonne ja siihen liittyvät tyypilliset riskit riittävän yksityiskohtaisesti niin, että asiakas voi tehdä perustellun sijoituspäätöksen. Rahoitusvälineeseen liittyvien riskien kuvauksen on, ottaen huomioon asianomaisen rahoitusvälinelajin ominaisuudet sekä asiakkaan asiantuntemus ja sijoituskokemus, sisällettävä soveltuvin osin muun muassa seuraavat seikat: a) tieto rahoitusvälinelajiin liittyvästä riskistä, mahdollisesta vipuvaikutuksesta merkityksineen sekä mahdollisuudesta menettää koko sijoitus, b) rahoitusvälinelajin hinnan volatilitiiteetti sekä likviditeettiin liittyvät mahdolliset rajoitukset, c) tieto, jos liiketoimesta rahoitusvälinelajilla voi seurata muita taloudellisia sitoumuksia tai velvoitteita, rahoitusvälineen hankintakustannus, sekä d) vakuusvälinelajiin sovellettavat vakuusvaatimukset ja vastaavat velvoitteet. Lisäksi jos kahdesta tai useammasta rahoitusvälineestä tai -palvelusta koostuvaan rahoitusvälineeseen liittyvä riski on suurempi kuin sen osatekijöihin liittyvät yksittäiset riskit, on osatekijöistä ja niiden riskiä lisäävästä vuorovaikutuksesta annettava riittävä kuvaus. Edelleen, jos tarjottuun rahoitusvälineeseen liittyy kolmannen osapuolen antama vakuus, tulee tästä ja vakuuden antajasta antaa riittävät tiedot, jotta asiakas voi arvioida vakuuden merkityksen.¹⁸⁴ Kaikkia tietoja ei kuitenkaan ole tarvetta antaa heti asia-

¹⁸² FIVA määräykset ja ohjeet 16/2013, s. 21-24.

¹⁸³ Hoppu 2009, s. 169.

¹⁸⁴ FIVA määräykset ja ohjeet 16/2013, s. 23.

kassuhdetta perustettaessa, vaan niitä voidaan antaa sitä mukaa kun asiakas sijoittaa eri instrumentteihin.¹⁸⁵

Sijoituspalvelun tarjoajan on ilmoitettava ei-ammattimaiselle asiakkaalle tietojen muutoksista. Ilmoitus on tehtävä hyvissä ajoin, jotta asiakkaalla olisi tosiasialliset mahdollisuudet tutustua materiaaliin. Ainoastaan olennaisista muutoksista tarvitsee ilmoittaa.¹⁸⁶ Tiedonantovelvollisuuden täyttämistä arvioidaan asiakkaan näkökulmasta, ja olennaisuutta arvioitaessa tulee objektiivisesti ottaa huomioon asiakkaan yksilölliset olosuhteet. Arvioinnissa merkitystä on sillä, vaikuttaisiko muutos asiakkaan päätöksentekoon. Vaikka asiakas myöhemmin ilmoittaa, että muutos oli hänen kannaltaan olennainen, ei sellaisenaan ole riittävää, sillä arviointi tehdään arvopaperimarkkinat tuntevan henkilön näkökulmasta.¹⁸⁷

FIVA:n määräysten mukaan myös ammattimaiselle asiakkaalle on annettava soveltuvin osin samat tiedot kuin ei-ammattimaiselle asiakkaalle rahoitusvälineeseen liittyvistä riskeistä, huomioiden asianomaisen rahoitusvälinelajin ominaisuudet sekä asiakkaan asiantuntemus ja sijoituskokemus. Toisin sanoen kaikille ammattimaisille asiakkaille ei annetta saman sisältöisiä tietoja, vaan tiedonantovelvollisuuden laajuuteen vaikuttavat asiakkaan yksilölliset ominaisuudet. Jos sijoituspalvelun tarjoajalla on hallussaan ammattimaisen asiakkaan rahoitusvälineitä tai rahavaroja, joihin sovelletaan muuta kuin ETA-valtion lainsäädäntöä, on asiakkaalle annettava tiedot siitä, että kyseisiin rahoitusvälineisiin tai rahavaroihin liittyvät asiakkaan oikeudet voivat olla erilaiset. Lisäksi on ilmoitettava rahoitusvälineisiin tai rahavaroihin kohdistuvista sijoituspalvelun tarjoajan vakuusoikeuksista.¹⁸⁸

Perehtyessä FIVA:n määräyksiin voi havaita, että annettavat tiedot ovat hyvin laajat ja yksityiskohtaiset. Tähän liittyen Wuolijoki todennut, että MiFID-säätelystä peräisin olevat standardoidut tiedonantovelvoitteet tulisi voida täyttää varsin tiiviisti ja ytimekkäästi, huomioiden erityisesti sijoittajan kannalta olennaiset seikat. Näin ollen ei erityi-

¹⁸⁵ Moloney 2008, s. 605.

¹⁸⁶ Sopimusoikeudessa olennaisuuskriteeriä on käytetty sopimuksen purkamiseen oikeuttavan sopimusrikkomuksen yhteydessä, jossa pääsääntöisesti edellytetään olennaista sopimusrikkomusta. Tästä ei ole apua arvioitaessa MiFID-säätelyn tiedonantovelvollisuuden täyttämistä, johtuen niiden erilaisista tarkoituksista. Tulkita-apua voidaan kuitenkin hakea vanhan AML:n yleistä tiedonantovelvollisuutta koskevasta säännöksestä, jonka mukaan tiedoilla, jotka saattaisivat vaikuttaa päätöksentekoon ovat merkityksellisiä. Tästä tarkemmin esim. Hoppu 2009 s. 165-166.

¹⁸⁷ Hoppu 2009, s. 165-166.

¹⁸⁸ FIVA määräykset ja ohjeet 16/2013, s. 25.

sen laajoja selvityksiä tulisi edellyttää, sillä mitä laajempi selvitys on, sitä useammin se jätetään lukematta ja olennaiset seikat jäävät havaitsematta.¹⁸⁹

4.3 Tapauskohtainen tiedonantovelvollisuus perustuu ensisijaisesti yksilöllisiin ominaisuuksiin

Yleisen tiedonantovelvollisuuden lisäksi sijoituspalvelun tarjoajan on täytettävä tapauskohtaisiin olosuhteisiin perustuva tiedonantovelvollisuus. Tapauskohtaisiin olosuhteisiin perustuvassa tiedonantovelvollisuudessa asiakkaan yksilölliset ominaisuudet ovat keskiössä, koska informaation tarvetta arvioidaan niiden pohjalta. Yksilöllisen tiedonantovelvollisuuden taustalla on ajatus siitä, että palvelutarjoaja tuntee sopimuksen kohteen asiakasta paremmin. Tapauskohtainen tiedonanto on kyseessä esimerkiksi silloin, kun sijoitusneuvojan on informoitava asiakasta siitä, että asiakkaan suunnittelema sijoituskohte ei olekaan juuri hänelle soveltuva.¹⁹⁰ Syynä voi olla esimerkiksi se, että suunniteltu sijoitettavan varallisuuden määrä ja riskinkatokyky eivät vastaa toisiaan tai asiakkaan sijoituskokemus ei riitä monimutkaisen tuotteen hankintaan.

Tiedonantovelvollisuutta ei ole siltä osin, kuin asiakkaalla on jo riittävät tiedot. On täysin luonnollista, ettei ammattimaisesti arvopaperikauppaa harjoittava tarvitse yhtä paljon informaatiota ja ohjeita kuin asiakas, joka on vähemmän perehtynyt sijoitustoimintaan.¹⁹¹ Huomioimalla yksilölliset ominaisuudet välttään samalla suojaamasta vilpillistä mieltä. Tarkoituksena ei esimerkiksi ole, että asiakas voisi vedota tiedonantovirheeseen, sellaisen seikan osalta, joka tosiasiallisesti oli jo hänen tiedossaan. Edellytyksenä tällaisten tilanteiden välttämiseksi on juuri asiakkaan yksilöllisten ominaisuuksien huomiointi, kun arvioidaan mitä hän tiesi tai mitä hänen olisi pitänyt tietää.¹⁹²

Mikäli informaatio on yleisesti tunnettua eli notorista, ei sijoituspalvelua tarjoavan tiedonantovelvollisuus koske sitä. Sen sijaan se kuuluu asiakkaan oman tietämys- ja selonottovelvollisuuden piiriin. Myös tällöin on arvioitava, mitä asiakas tiesi tai mitä hänen olisi pitänyt tietää. Kyse on siis tapauskohtaisesta arvioinnista, jossa on pohdittava, millaista yleissivistyksen tasoa kultakin asiakkaalta voidaan kohtuudella edellyttää ja sen perusteella mitä seikkoja voidaan pitää notorisena. Etenkin asiakkaan ammattimaisuus ja muu asiantuntemus ovat merkityksellisiä. Wuolijoki tuo tässä yhteydessä esiin, että arvioitaessa yrityksen notoristen asioiden alaa, voidaan sitä pitää laajempaan kuin

¹⁸⁹ Wuolijoki 2009, s. 225.

¹⁹⁰ Hoppu 2009, s. 157.

¹⁹¹ Lycke – Runesson – Swahn 2003, s. 39.

¹⁹² Wuolijoki 2009, s. 366-367.

yksityishenkilöiden notoristen tietouden alaa. Tämä saattaa olla liiankin yleinen väite, ottaen huomioon, että yrityksen määritelmän alle kuuluu hyvin eri tasoisia toimijoita. Esimerkiksi pienen yhden hengen yritys ei välttämättä ole yhtään sen tietävämpi kuin yksityishenkilöäkään.¹⁹³

Tiedonantovelvollisuutta arvioidaan objektiivisen mittapuun mukaan. Jo vanhan AML:n esitöissä todettiin, että tiedon oikeellisuutta, laajuutta ja esitystapaa tulee arvioida sijoituspäätöstä tekevän henkilön näkökulmasta. Tämän vuoksi edellä mainittuja seikkoja on arvioitava ankarammin silloin kun kohderyhmänä eivät ole ammattimaiset sijoittajat tai muut asiantuntijat.¹⁹⁴ Hemmo on todennut, että asiantuntijapalveluissa tiedonantovelvollisuuteen vaikuttaa keskeisesti, millaista asiatuntemusta toimeksiantajalta itseltään voidaan edellyttää. Mikäli toimeksiantaja ei kokemuksensa tai koulutuksensa puolesta ole perillä käsiteltävistä asioista eikä hänellä ole ollut muita asiantuntijoita apuna, on tiedonantovelvollisuus erityisen korostunut. Yhteisömuodossa toimivien toimeksiantajien, pois lukien pienyrittäjät, voidaan pääsääntöisesti lähteä siitä, että toimeksiantajalla on kohtuulliset perustiedot käsiteltävästä asiasta, jolloin tiedonantovelvollisuutta ei ole tarpeen ulottaa asioihin, jotka ovat laajasti yleisesti tiedossa.¹⁹⁵ Toisaalta edellytykset velvollisuuden täyttämiseksi vaihtelevat riippuen yrityksen mahdollisuudesta olla perillä sijoitukseen liittyvistä asioista, kuten yksityisasiakkaidenkin kohdalla¹⁹⁶. Vaikka sijoittajan asiatuntemuksella on keskeinen vaikutus tiedonantovelvollisuuteen, ei se kuitenkaan poista velvollisuuden merkitystä, sillä asiantuntijapalvelun käyttö jo sellaisenaan viestii siitä, että toimeksiantaja katsoo palveluntarjoajan asiantuntevammaksi tai muuten saavan tältä lisäarvoa tuottavaa ohjeistusta.¹⁹⁷ Lisäksi asiantuntijapalveluihin turvaudutaan yleensä tilanteessa, jossa intressit ovat suuret.¹⁹⁸

Asiakkaan kokemuksen merkitystä ja palveluntarjoajan tiedonantovelvollisuuden suhdetta on pohdittu Ahvenanmaan käräjäoikeuden ratkaisussa 29.6.2010 10/625. Kyseisessä tapauksessa asiakas vaati pankilta korvauksia vahingosta, joka hänelle aiheutui pääomansa menettäneeseen joukkolainaan sijoittamisesta. Sijoittaja oli koulutukseltaan ekonomi ja KHT-tilintarkastaja. Hänellä oli pitkä kokemus yritysjohtajana toimimisesta sekä luottamustoimia muun muassa pankkialalla. Näiden seikkojen perusteella asiak-

¹⁹³ Wuolijoki 2009, s. 357.

¹⁹⁴ HE 157/1988, s. 25.

¹⁹⁵ Tämä puoltaa näkökantaa, että pienyrittäjät voitaisiin rinnastaa muihin heikommassa asemassa oleviin, kuten ei ammattimaisiin asiakkaisiin.

¹⁹⁶ Lycke – Runesson – Swahn 2003, s. 40.

¹⁹⁷ Hemmo 2006, s. 160-161.

¹⁹⁸ Norros 2008, s. 637.

kaalla katsottiin olleen hyvä ymmärrys tavanomaisista liiketaloudellisista toimista. Asiakas oli luokiteltu ei-ammattimaiseksi asiakkaaksi, mutta pankki väitti, että hän oli *de facto* ammattimainen sijoittaja. Tapauksessa käräjäoikeus katsoi joukkolainan olleen monimutkainen tuote, jonka riskin luonnetta olisi tullut kuvata esitteessä tarkemmin. Vaikka sijoitusneuvoja oli antanut suullisesti lisätietoja, ei hänen voitu todeta täysin täyttäneen tiedonantovelvollisuuttaan. Sijoittaja yritti vedota siihen, että hän oli luottanut jo aiemmin tuntemansa sijoitusneuvojan neuvoihin. Käräjäoikeus kuitenkin katsoi, että sijoittajalla oli tämän koulutuksen, työkokemuksen ja luottamustoimien perusteella hyvät edellytykset ja velvollisuus kysyä tarvittavia täydentäviä kysymyksiä seikoista, jotka olivat jääneet hänelle epäselviksi. Käräjäoikeus katsoi sijoittajan itse myötävaikuttaneen vahingon syntymiseen laiminlyömällä kyselyvelvollisuutensa.

Käräjäoikeuden ratkaisussa asiakkaan kokemus sai varsin suuren painoarvon, joka viittaa siihen, ettei kokenut sijoittaja voi helposti vedota ymmärtämättömyyteensä. Finanssialan työkokemuksen lisäksi esimerkiksi kokemus yritystoiminnasta on ratkaisukäytännössä katsottu seikaksi, jonka perusteella asiakkaalla on käytännössä paremmat mahdollisuudet arvioida sijoituskohteiden ominaisuuksia ja tuoton ja riskin suhdetta.¹⁹⁹ Norros on todennut, että henkilökohtaiset ominaisuudet pikemminkin laajentavat kuin supistavat sijoittajan omaa selonottovelvollisuutta. Arvopaperimarkkinoiden toiminnan kannalta tämä on perusteltua. Mikäli sijoittajalla on tosiasiallinen mahdollisuus hankkia puuttuvat tiedot itse, hän voisi käyttää ymmärtämättömyysargumenttia hyväkseen ja hyödyntää vahingonkorvausvelvollisuutta eräänlaisena vakuutuksena oman sijoitustoimintansa tappioiden varalta.²⁰⁰

Tapauskohtaisen tiedonantovelvollisuuden täyttämisestä arvioitiin myös APL:n ratkaisussa 11/2014, jossa sijoittajan äidinkielellä oli merkittävä vaikutus sijoituspalvelun tarjoajan tiedonantovelvollisuuteen. Asiakas oli ostanut sijoituspalvelun tarjoajalta autocal-obligaation, jonka arvo oli sen erääntyessä laskenut lähes 60 prosenttia. Obligaation markkinointi- ja merkintäaineisto olivat suomenkielisiä, ja asiakkaan kertoman mukaan hän ei juurikaan osannut suomea. Asiakkaalla oli täyden valtakirjan omaisuudenhoitosopimus. Omaisuudenhoitosopimus oli ollut suomenkielinen. Tapauksessa arvioitiin muun muassa sitä, voitiinko palveluntarjoajan katsoa täyttäneen tiedonantovel-

¹⁹⁹ Näin esimerkiksi ratkaisussa APL 10/2011, jossa APL kiinnitti sijoitusneuvojan tiedonantovelvollisuuden täyttymistä arvioidessaan niin ikään huomiota asiakkaan työkokemukseen, jonka perusteella se katsoi, että asiakkaan oli ”yritystoimintataustansa huomioon ottaen” mahdollista ymmärtää joukkolainasta saamansa tiedot ja esittää lisäkysymyksiä tarpeen mukaan.

²⁰⁰ Norros 2009, s. 385.

vollisuutensa laadittuaan heikosti suomea osaavan asiakkaan kanssa ainoastaan suomenkieliset palvelusopimukset, ja antamalla tuotetiedot vain suomenkielisinä. FIVA:n määräysten mukaan palveluntarjoajan on kerrottava asiakkaalle kielet, joilla asiakas voi sen kanssa asioida ja saada tietoa. Tässä tapauksessa kyseiseksi kieleksi on ilmoitettu vain suomi, ja saadun selvityksen mukaan muu yhteydenpito, kuten sähköpostit, osapuolten välillä oli tapahtunut englanniksi. APL totesi, että vaikka palveluntarjoajan asiakkaan kanssa tekemät sopimukset ja hänelle antama aineisto sinänsä täyttivät niille asetetut vaatimukset, ei niille voida antaa ratkaisevaa merkitystä, sillä palveluntarjoajan tulee kohtuudella varmistua siitä, että asiakas voi ymmärtää annetut tiedot. Lautakunta katsoi, että asioimalla asiakkaan kanssa jatkuvasti englanniksi, palveluntarjoaja oli muuttanut tätä asiointikieltä koskevaa ilmoitustaan. Palveluntarjoajan ei näytetty antaneen tarvittavia tietoja myöskään suullisesti. Ratkaisussa suositeltiin korvaamaan vahinko, sillä palveluntarjoajan ei katsottu täyttäneen tiedonantovelvollisuuttaan.

Kuten aiemmin tuli ilmi, sijoitusneuvojan tiedonantovelvollisuutta arvioidaan sen perusteella, mitä seikkoja rationaalisen sijoittajan objektiivisesti katsoen tulisi huomioida kussakin yksittäistapauksessa. Jotta voitaisiin arvioida, kuinka sijoitusneuvojan pitäisi menetellä, on tarkasteltava sijoitusneuvojan selvitysvelvollisuutta. Tämä johtuu yksinkertaisesti siitä, että asianmukaisen tiedon antaminen edellyttää tietoa. Selonottovelvollisuus on ikään kuin peilikuva tiedonantovelvollisuudelle. Selonottovelvollisuuden täyttämistä arvioidaan osittain tiedonantovelvollisuuden perusteella ja vastaavasti tiedonantovelvollisuuden täyttämistä selonottovelvollisuuden perusteella. Selonoton tulisi kattaa sellaiset seikat, jotka rationaalisen sijoittajan objektiivisesti katsoen tulisi huomioida yksittäistapauksessa. Selonottovelvollisuuden voidaan katsoa määräytyvän tiedonantovelvollisuuden ideaalisällön perusteella.²⁰¹ Seuraavassa pääluvussa perehdytään siihen, miten sijoitusneuvojan tulisi täyttää selvitysvelvollisuutensa.

4.4 Yksilöllisten ominaisuuksien vaikutus tiedonantovelvollisuuteen

Edellä perehdyttiin informaation määrään ja laatuun koskeviin säännöksiin, jotka muodostavat keskeisen osan sijoittajansuojaa. Suojan tarve vaihtelee yksityisasiakkaan vahvasta suojasta ammattimaisen asiakkaan heikompaan suojaan.²⁰²

Tiedonantovelvollisuuden vahvuus riippuu asiakkaan ominaisuuksista. Aiemmin relevanteiksi ominaisuuksiksi on tunnistettu kokemus, koulutus, ammattitaito, taloudellinen

²⁰¹ Mäntysaari 2001, s. 120-121.

²⁰² HE 32/2012 vp, s. 57.

asema, sijoitustavoitteet, ikä, terveydentila ja äidinkieli. Muun muassa nämä vaikuttavat siihen, millaiseksi sijoituspalvelun tarjoajan tiedonantovelvollisuus asiakasta kohtaan muodostuu. Velvollisuuden laajuus on riippuvainen siitä analyysistä, jonka sijoituspalvelun tarjoaja on tehnyt kyseisistä ominaisuuksista. Asiakkaalla itsellään on harvoin valmiuksia arvioida, mikä tieto hänelle on relevanttia.²⁰³ Koska velvollisuuden sisältö riippuu aina yksittäistilanteesta, ei tyhjentäviä vastauksia yksilöllisten ominaisuuksien vaikutuksista voida antaa. Alla pyritään kuitenkin pohtimaan suuntaviivoja mahdollisista vaikutuksista.

Aluksi on todettava, että sijoituspalvelun tarjoajan tiedonantovelvollisuus on vahva ja ehdoton koskien edellä läpikäytyjä SipaL 10:5:ssä mainittuja seikkoja. Näiden seikkojen lisäksi voi kuitenkin muodostua tapauskohtaisesti tiedonantovelvollisuus muistakin seikoista, joihin sijoittajan tilanne vaikuttaa. Kyse voi olla esimerkiksi velvollisuudesta varoittaa asiakkaan etuihin vaikuttavista seikoista, kuten veroseuraamuksista²⁰⁴ tai sijoittamisen vaikutuksista sosiaalietuksiin.²⁰⁵

Lisäksi on relevanttia ymmärtää, että sijoittajan tietämis- ja selonottovelvollisuus voidaan nähdä palveluntarjoajan tiedonantovelvollisuuden vastinparina.²⁰⁶ Tämä relevanttia on, koska sijoittajaan itseensä kohdistuvat velvollisuudet puolestaan vaikuttavat sijoituspalvelun tarjoajan tiedonantovelvollisuuteen. Näin ollen, jotta voitaisiin arvioida, kuinka sijoittajan yksilölliset ominaisuudet vaikuttavat sijoituspalvelun tarjoajan tiedonantovelvollisuuteen, on myös pohdittava sijoittajaan kohdistuvia velvollisuuksia.

Kuten edellä on tullut ilmi, asiakasluokittelu vaikuttaa keskeisesti sijoittajan omiin tietämis- ja selonottovelvollisuuksiin ja siihen, millaiseksi sijoituspalveluyrityksen tiedonantovelvollisuus muodostuu. Ei kuitenkaan ole riittävää ainoastaan pohtia, mihin asiakasluokkaan sijoittaja kuuluu, koska yksilölliset ominaisuudet vaikuttavat laajemmin kummankin osapuolen velvoitteisiin. Asiakasluokka toimii kuitenkin hyvänä lähtökohana arvioitaessa velvollisuuksia. Wuolijoen mukaan tässä yhteydessä voidaan hyödyntää esineoikeudellista terminologiaa, ja puhua tietämis- ja selonottovelvollisuuksien subjektiivisesta täsmentämisestä. Kun määritetään sijoittajan selonottovelvollisuuden sisältöä esineoikeudellisesta näkökulmasta, on lähtökohtana objektiivinen arviointi, eli

²⁰³ Tästä johtuen tiedonantovelvollisuudesta säädetään yksityiskohtaisesti. Ks. Korling 2010, s. 433.

²⁰⁴ MiFID II myötä veroseuraamuksista varoittamisen velvollisuus on korostunut, sillä direktiivin mukaisen ESMA:n kolmostason sääntelyn mukaan sijoitusneuvojan tietämykseen ja pätevyyteen kuuluu kaikkien asiakkaalle liiketoimien yhteydessä syntyvien yleisten veroseuraamusten ymmärtäminen. Ks. ESMA/2015/1886 s.7.

²⁰⁵ Salo 2016, s. 193, 196 ja 198.

²⁰⁶ Luukkonen 2016B, s. 119.

kuinka *bonus pater familias* – niin sanottu normaalihuolellinen henkilö toimii. Tätä lähtökohtaa on mahdollista täsmentää huomioimalla henkilön yksilölliset subjektiiviset ominaisuudet, kuten asiantuntemus.²⁰⁷

Myös Hoppu on puoltaa yksilöllisten ominaisuuksien huomioimista muodollisen asiakasluokan lisäksi, koska asiakasluokat eivät ole yhtenäisiä ryhmiä. Huomioon tulee ottaa muun muassa asiakkaan yksilöllinen ymmärryskyky, tietotaso, sijoituskokemus, koulutus ja elämäntilanne. Edellä mainittu pätee myös arvioitaessa saman sijoittajaluokan asiakkaiden velvollisuuksia. Näin ollen esimerkiksi ei-ammattimaisilta sijoittajilta voidaan edellyttää keskenään erilaista käyttäytymistä huolellisuusvelvollisuutensa täyttämiseksi.²⁰⁸

Säätelyllä pyritään siihen, että lakisääteinen informointi kohdistuisi vain asiakkaisiin, jotka tarvitsevat tietoa. Tämä tarkoittaa, että on huomioitava jo valmiiksi oleva tiedontaso. Asiantuntevalle sijoittajalle ei esimerkiksi ole tarpeen esittää asioita yhtä yksikertaisesti, kuin tiedollisesti tai ymmärryskyvyltään heikommalle. Mitä kokeneempi ja ammattimaisempi sijoittaja on, sitä laajempi selonottovelvollisuus sijoittajalla itsellään on, minkä puolestaan voidaan nähdä supistavan sijoituspalvelun tarjoajan tiedonantovelvollisuutta. Kokemattomalla tai ei-ammattimaisella asiakkaalla puolestaan voidaan katsoa olevan suppeampi selonottovelvollisuus,²⁰⁹ jolloin sijoituspalvelun tarjoajan tiedonantovelvollisuus korostuu. Standardoidut tiedonantovelvoitteet eivät kuitenkaan yleensä mahdollista tämänkaltaista jakoa²¹⁰.

Asiakkaan yksilölliset ominaisuudet voivat joko vähentää tai lisätä asiakkaan omia tietämis- tai selonottovelvollisuuksia, ja toisaalta joko korostaa tai supistaa palveluntarjoajan tiedonantovelvollisuutta. Esimerkiksi asiakkaan tavanomaista heikommat tiedot saattavat lisätä sijoituspalvelun tarjoajan informointivelvoitteita. Wuolijoen mukaan palveluntarjoajan velvollisuutta supistava vaikutus näyttää kuitenkin olevan tämän päivän sääntely-ympäristössä olevan merkittävämpi, kuin laajentava vaikutus. Mitä asiantuntevampi asiakas on, sitä laajempi tietämisvelvollisuus voidaan hänellä olettaa olevan. Tästä ei kuitenkaan voida suoraviivaisesti päätellä, että asiantuntevalle asiakkaalle annettaisiin todellisuudessa vähemmän informaatiota, sillä todellisuudessa palveluntarjoaja täyttää standardoidun tiedonantovelvoitteensa usein kaavamaisesti. Lisäksi on huo-

²⁰⁷ Wuolijoki 2009, s. 365. Esineoikeudelliselta kannalta ks. myös Kaisto 1997, 286-290 ja Havansi 1992, s. 119.

²⁰⁸ Hoppu 2009, s. 256.

²⁰⁹ Luukkonen 2016B, s. 160-161.

²¹⁰ Wuolijoki 2009, s. 367.

mattava, että lakisääteiset tiedonantovelvoitteet ovat kattavia ja laadittu alun perin asiakkaalle, jolla suhteellisen heikko tietotaso. Tämän vuoksi lienee harvinaista, että asiakkaan yksilölliset ominaisuudet vähentäisivät asiakkaalta edellytettäviä tietoja niin, että palveluntarjoajan tiedonantovelvoitteet vastaavasti lisääntyisivät.²¹¹ Käytännössä yritykset ovat epäselvissä tilanteissa taipuvaisia tulkitsemaan tiedonantovelvoitetta tiukasti, ja näin ollen mieluummin varmuuden vuoksi antamaan enemmän tietoa.²¹² Tämä lienee sijoittajansuojan kannalta parempi, vaikka informaation määrän liittyikin ongelmia.

Asiakkaan korkea ikä on usein perusteena asiakkaan suppeampiin tietämis- tai selontovellisuuteen, ja siten sijoituspalveluyrityksen tiedonantovollisuutta korostava tekijä. Näin on usein esimerkiksi modernien rahoitusvälineiden kohdalla, joiden ymmärtäminen saattaa tuottaa vanhemmille ihmisille haasteita. Sijoitusneuvojan tulee erityisesti iäkkäiden asiakkaiden kohdalla varmistaa, että asiakas on tosiasiasa ymmärtänyt sijoituksen merkityksen ja siihen liittyvät riskit²¹³. Iästä ei kuitenkaan saa tehdä suoraviivaisia päätelmiä, sillä osa ikäihmisistä on erittäin asiantuntevia ja kokeneita sijoituspalveluiden käyttäjiä.²¹⁴

Noroksen mukaan on selvää, ettei iäkkäältä tai sijoituskokemusta vailla olevalta voida olettaa riskien ymmärtämistä ja oma-aloitteista selontottoa yhtä lailla kuin asiantuntevammalta henkilöltä. Ikä ei kuitenkaan automaattisesti tarkoita sitä, että sijoittajan ymmärryskyky olisi heikompi²¹⁵, joten tällaista näkökohtaa ei tule korostaa, sillä sijoittaminen on aina riskinottoa, jossa tavoitellaan voittoa. Sääntelyn tarkoitus ei nimittäin ole tarjota ”pääomaturvaa” sellaisille henkilöille, jotka eivät halua tai kykene ottamaan asioista selvää. Sen sijaan sääntelyn tarkoituksena on tarjota myös tiedoiltaan vähäisille henkilöille riittävästi informaatiota, jotta nämä pystyisivät halutessaan ryhtymään harkittuun riskinottoon. Jos henkilö ei pysty tai halua ottaa tietoa vastaan, hänen tulee piättäytyä sijoittamisesta tai kannettava itse seuraukset riskinotostaan.²¹⁶

Kuten edellä todettiin, on tavallisempaa, että sijoittajan yksilölliset ominaisuudet laajentavat sijoittajan tietämis- ja selontovellvoitteita suhteessa muihin samaa asiakasluok-

²¹¹ Wuolijoki 2009, s. 369.

²¹² Wuolijoki 2009, s. 111.

²¹³ Hoppu 2004, s. 336.

²¹⁴ Wuolijoki 2009, s. 369.

²¹⁵ Näin on todettu monissa APL:n ratkaisuissa, ks. esim. APL 79/2009.

²¹⁶ Norros 2009, s. 384.

kaan kuuluvilla asiakkailla. Asiakkaan ammatti ja relevantti koulutus voivat esimerkiksi lisätä asiakkaalta edellytettävää tiedon tasoa. Jos asiakas on ollut rahoitusallalla töissä tai hän on ammattinsa puolesta poikkeuksellisen asiantunteva, voi asiakkaalla olla suuremmat tietämys- ja selonottovelvoitteet kuin muulla samaan lainsäädännölliseen ryhmään kuuluvalla. Toisaalta koulutus voi parantaa rationaalista päätöksentekoa. Koulutus nimittäin vaikuttaa esimerkiksi taloudelliseen lukutaitoon, joka on keskeinen tiedon ymmärtämisen kannalta²¹⁷. Näin oli esimerkiksi Ahvenanmaan käräjäoikeuden ratkaisussa 29.6.2010 10/625, jossa sijoittajan merkittävä työkokemus ja koulutus loivat asiakkaalle vahvan kyselyvelvollisuuden. Vahva kyselyvelvollisuus puolestaan vaikutti palveluntarjoajan tiedonantovelvollisuuden puutteiden tulkintaan niin, että asiakkaan asiantuntemus supisti palvelun tarjoajan tiedonantovelvollisuutta. Onko kuitenkin havaittava, etteivät sijoituspalvelun tarjoajan informointivelvoitteet katoa, vaikka asiakas olisikin erittäin asiantunteva.²¹⁸

Vaikka asiakkaan korkea ikä ohjaisi sijoittajan selonottovelvollisuuden kaventamiseen, saattaa asiakkaan korkea koulutus ja asiantuntemus samalla puoltaa sen laajentamista. Sijoittajan subjektiivista ymmärryskykyä tulee aina arvioida kokonaisuutena huomioiden sijoittajaa koskevat yksilölliset seikat.²¹⁹ Mikään ominaisuuksista ei lähtökohtaisesti ole sellaisenaan ratkaiseva arvioinnissa.

Arvioinnin kokonaisvaltaisuus tulee esille ratkaisussa APL 90/2004, jossa 86-vuotias asiakas sijoitti rahasto-osuuksiin. Asiakkaalle syntyi sijoituksesta tappiota, eikä pankki ollut asiakkaan mukaan antanut tietoja rahastosijoittamiseen liittyvistä riskeistä, rahastojen sääntöjä tai muutenkaan aineistoa, joihin hän olisi voinut tutustua. Asiakas oli vaatinut pankkia palauttamaan hänelle virheellisten tietojen perusteella tehdyistä sijoituksista syntyneen tappion. Pankki puolestaan ilmoitti antaneensa riittävät tiedot, minkä asiakas oli vahvistanut allekirjoituksellaan. APL ei suositellut hyvityksen maksamista, koska asiassa ei tullut näytetyksi, että asiakkaalla olisi ollut tavanomaisesta huonompi tai mahdollisesti heikentynyt kyky ymmärtää tekemiään oikeustoimia. Näin ollen APL totesi, ettei asiakkaan ikä tai heikko näkö yksistään voineet olla peruste olla markkinointimatta tai tarjoamatta jotakin tiettyä sijoituspalvelua asiakkaalleen, vaan vaaditaan mukaan myös muita henkilöön liittyviä kriteereitä ja arviointeja.

²¹⁷ Salo 2016, s. 144.

²¹⁸ Wuolijoki 2009, s. 370.

²¹⁹ Lycke – Runesson – Swahn 2003, s. 39-40.

Edelleen sijoittajan alentunut ymmärryskyky vaikuttaa sijoittajan selonottovelvollisuutta supistavaan suuntaan, ja samalla kiristäen sijoituspalveluyrityksen tiedonantovelvollisuutta. Syynä alentuneeseen ymmärryskykyyn voi olla sairaus tai siihen verrattava tila.²²⁰ Sijoituspalvelun tarjoajan tulee huomioida asiakkaan mahdollinen sairaus tai alentunut ymmärryskyky, mikäli se on hänen tiedossa. Käytännössä tämä voi tarkoittaa sitä, että tietoa pyritään antamaan tavallista yksinkertaisemmassa muodossa tai että kirjallista tietoa tarkennetaan vielä suullisesti.

Eräs seikka mitä ei välttämättä heti havaitsisi vaikuttavan informaatiovelvoitteiden tulkintaan, on sijoitusneuvonnan osapuolten läheisyys. Sijoitusneuvojan huolellisuus velvollisuus nimittäin korostuu, kun osapuolten suhde on riittävän läheinen ja sijoitusneuvoja voi olettaa neuvoja saaneen asiakkaan toimivan saamiensa tietojen perusteella.²²¹

Edellä on myös tullut ilmi, että sijoittajalla saattaa olla velvollisuus ymmärtää sijoitus-toiminnan lainalaisuudet. Ymmärryksen laajuus puolestaan on erityisesti riippuvainen asiakkaan sijoituskokemuksesta. Keskeistä on esimerkiksi, miten pääoman menettämisen riskiä arvioidaan. Lähtökohtaisesti voidaan edellyttää pääoman arvон alentumista koskevan riskin ymmärtämistä, kun on kyse puhtaista osake- ja osakerahastoissa sijoituksista, mutta erilaisia monimutkaisempia sijoituskohteita ei voida arvioida näin suoraviivaisesti.²²² Esimerkiksi ratkaisussa KKO 2011:5 arvioitiin riskin ymmärrystä kokemuksen valossa. Tapauksessa arvioitiin, oliko sijoitussidonnaista säästöhenkivakuutusta myynyt pankki antanut vakuutuksenottajille riittävät tiedot sijoitukseen liittyvästä riskistä. Vakuutuksenottajat olivat sijoittaneet vakuutukseen lähes kaksi miljoonaa euroa, josta he olivat arvonalaskun myötä menettäneet yli puolet. Riidatonta se, että vakuutuksenottajat olivat ymmärtäneet sijoituksen tuoton olevan sidottu osakekurssin kehitykseen. Vakuutuksenottajilla oli myös kattava sijoituskokemus, jonka perusteella heidän olisi pitänyt ymmärtää, ettei sijoitussidonnaisen vakuutuksen alkuperäinen säästösumma ollut pääomaturvattu.

Toisaalta on myös otettava huomioon mahdollisen avustajan asiantuntemus. Vaikka sijoittaja itse ei olisi kovinkaan asiantunteva, saattaa sijoittajan käyttämän avustajan asiantuntemus estää esimerkiksi tiedonantovirheeseen vetoamisen. Arvioinnissa voidaan huomioida esimerkiksi se, työskenteleekö sijoituksen tehneessä yrityksessä henkilöitä,

²²⁰ Hemmo 2006, s. 217.

²²¹ Mäntysaari 2000, s. 248.

²²² Hoppu 2009, s. 258.

joilta löytyy kokemusta sijoitustoimissa, ymmärsikö mahdollinen avustaja sijoitukseen liittyvät riskit tai käyttikö sijoittaja ulkopuolista asiantuntijaa.²²³

Edellä olevasta voimme havaita, että sijoittajan yksilölliset ominaisuudet vaikuttavat moninaisesti sijoituspalvelun tarjoajan tiedonantovelvollisuuteen. Koska tiedonantovelvollisuudet ovat tulkinnanvaraisia, on tärkeää pitää velvollisuuden ratio lähtökohtana arvioitaessa, millaiseksi se muodostuu yksittäistilanteessa. Tämä tarkoittaa, että tulee aina informoida seikoista, jolla on merkitystä sijoittajan päätöksentekoon.²²⁴ Tiedonantovelvollisuutta ei tule mieltää tarkoin rajatuksi velvollisuudeksi,²²⁵ sillä oikeusperiaatteet saattavat laajentaa sitä, vaikka se ei suoranaisesti sääntelystä ilmenisi. Koska on huomioitava asiakkaan etu²²⁶, muodostuu pohja tietynasteiselle lojaliteettivelvollisuudelle.²²⁷ Lojaliteettivelvollisuus saattaa laajentaa sijoituspalveluyrityksen velvollisuutta neuvoa tai informoida asiakasta.²²⁸

Lisäksi on muistettava, että heikomman osapuolen suojelu vaikuttaa voimakkaasti sijoitusneuvonnan taustalla. Heikomman suoja voi saada keskeisemmän merkityksen asiakkaan ominaisuuksien ja kykyjen perusteella. Arviointia hankaloittaa kuitenkin tilannekohtaisuus. Tämä tulisi pitää mielessä tulkittaessa tiedonantovelvollisuuden vahvuutta.²²⁹ Jos asiakkaana on kuluttaja, voidaan myös hakea tulkinta-apua kuluttajaoikeudellisista säännöksistä yleisten periaatteiden painoarvon punnintaan. Yleiset periaatteet vahvistavat sijoittajansuojaa muodostamalla keskeisiä kriteereitä informaatiolle yksityiskohtaisen säännöksen puuttuessa.²³⁰ Myös hyvän arvopaperimarkkinatavan merkitys ohjaavana normina korostuu tilanteessa, josta ei ole yksityiskohtaista sääntelyä.²³¹

Tässä tutkielmassa ei siis ole mahdollista antaa tyhjentävää vastausta siihen, kuinka yksilölliset ominaisuudet vaikuttavat sijoituspalvelun tarjoajan velvollisuuksiin sijoitusneuvonnassa, koska velvollisuuden sisältö riippuu aina yksittäistilanteesta. Yllä on kuitenkin pyritty laajasti pohtimaan, minkälainen vaikutus tutkielman alussa määritellyillä

²²³ Lycke – Runesson – Swahn 2003, s. 46-49.

²²⁴ Wuolijoki 2009, s. 232.

²²⁵ Hoppu 2009, s. 181.

²²⁶ ks. SipaL 10:2.

²²⁷ Salo 2016, s. 193.

²²⁸ Wuolijoki 2009, s. 233.

²²⁹ Salo 2016, s. 92.

²³⁰ Salo 2016, s. 76.

²³¹ Hyvällä arvopaperimarkkinatavalla viitataan arvopaperimarkkinain esitöiden mukaan niitä periaatteita ja sääntöjä, joiden noudattamista arvopaperimarkkinoilla toimivien keskuudessa vallitsevan valistuneen mielipiteen mukaan tulee pitää oikeana ja eri osapuolten kannalta kohtuullisena kauppatapana. Säännös koskee sijoituspalvelun tarjoajia.

relevanteilla yksilöllisillä ominaisuuksilla voisi olla kussakin yksittäistilanteessa, ja toisaalta velvollisuuden tulkinnassa huomioitavia seikkoja.

4.5 Annettavaan tietoon liittyviä ongelmia

Kun sijoituspalvelua tarjoava on täyttänyt tiedonantovelvollisuutensa, herää kysymys, ymmärsikö sijoittaja sijoitustuotteen ominaisuudet ja pystyykö hän tekemään harkitun sijoituspäätöksen. Se, että sijoituspalvelun tarjoaja täyttää laissa säädetyn tiedonantovelvollisuutensa, ei välttämättä johda tähän. Todellisuudessa tällaiseen tilanteeseen pääseminen edellyttää, että sijoittaja perehtyy myös itse tuotteeseen ja annettuun tietoon.²³² Taloustieteessä on perinteisesti ajateltu, että sijoittaja toimii rationaalisesti, eli tutustuu annettuun aineistoon kohtuullisesti ja tekee harkitun sijoituspäätöksen.²³³ Myös tiedonantovelvollisuudet pohjautuvat käsitykseen ihmisestä rationaalisena toimijana, homo economicuksena. Todellisuus on kuitenkin toisenlainen, eivätkä sijoittajat aina toimi rationaalisesti. Sijoittajat jättävät usein jopa suorat varoitukset, kuten sen, ettei historiallinen tuotto ole tae tulevaisuuden tuotosta täysin huomiotta.²³⁴

Vaikka ei ole kenenkään edunmukaista solmia sopimuksia tai ostaa tuotteita joita ei ymmärrä, vaikuttaa tällainen toiminta olevan varsin yleistä.²³⁵ Tätä näkemystä puoltavat erityisesti APL:n ja VKL:n ratkaisut.²³⁶ Kiistatonta on, ettei kenenkään pidä tehdä sijoituksia, joiden sisältöä ei ymmärrä.²³⁷ Tiedonantovelvoitteet eivät siis takaa sitä, että sijoittajat toimisivat rationaalisesti ja tutustuisivat annettuun materiaaliin²³⁸. Sen sijaan informaation esittämistapa on ratkaiseva, jotta asiakkaat pystyvät omaksumaan annetun tiedon.²³⁹ Jos tieto on esitetty huonossa muodossa, saattaa se osoittautua täysin hyödyttömäksi.²⁴⁰

Asiakkaalle annettavan tiedon määrään liittyvää ongelma kutsutaan informaatiotulvaksi. Informaatiotulvalla tarkoitetaan sitä, ettei asiakas kykene sisäistämään kaikkea annettua tietoa tai jaksa tutustua siihen, koska tietoa tulee valtavasti yhdellä kertaa.²⁴¹ Liiallinen informaatio voi jopa vaikeuttaa optimaalisen sijoituspäätöksen tekoa, sillä sijoittajien on

²³² Hoppu 2009, s.130.

²³³ Barberis – Thaler 2003, s. 1053 - 1128.

²³⁴ Mercer – Palmiter – Taha 2010, s. 455-457.

²³⁵ Tällainen riski on erityisesti silloin, kun ei-ammattimainen asiakas on ostamassa monimutkaista sijoitustuotetta.

²³⁶ Luukkonen 2016B, s. 130.

²³⁷ Ks. esim. Norros 2009, s.384.

²³⁸ Faure – Luth 2011, s. 338 ja 349-350.

²³⁹ Consumer Protection Aspects of Financial Services 2014 s.13.

²⁴⁰ Consumer Policy Toolkit 2010, s. 82.

²⁴¹ Law 2010, s. 15-42.

todettu olevan vain rajoitetusti rationaalisia.²⁴² Lisäksi se voi johtaa siihen, ettei asiakkaan tilanne tosiasiallisesti parane verrattuna tuotteen tarjoajaan.²⁴³ Myös OECD on esittänyt huolensa siitä, että annettavan tiedon lisääminen voi johtaa lähtötilannetta huonompaan lopputulokseen, koska mitä runsaampaa informaatio on, sitä vaikeampaa ihmisten on kiinnittää huomiota tärkeämpiin seikkoihin epäolennaisten sijaan.²⁴⁴

Tuotteiden tarjoajat täyttävät tiedonantovelvollisuutensa usein pelkällä laajamittaisella kirjallisella materiaalilla²⁴⁵ ja vakiomuodossa, koska se on kustannustehokasta ja kohtuullisen helppoa. Velvollisuuden täyttäminen tulisi kuitenkin olla sosiaalista kanssakäymistä.²⁴⁶ Tämä on perusteltua, koska jokainen omaksuu tietoa eri tavalla ja näin yksilölliset eroavaisuudet on mahdollista huomioida laajemmin. Tällöin sijoitusneuvojan taidot tuoda tiedot ymmärrettävästi esiin korostuvat entisestään. Kun käytetään laajamittaista materiaalia pitäisi asiakkaalla olla jo perustiedot hallussa saadessaan lisäinformaatiota, jotta hän kykenisi ymmärtämään annettua tietoa ja hyödyntää sitä²⁴⁷. Fakta on kuitenkin, että sijoitustoiminta ja sijoitustuotteet ovat suurimmalle osalle kansasta tuntemattomia.²⁴⁸ Mitä asiantuntevampi on, sitä enemmän hyötyä annetuista tiedoista todennäköisesti saa. Asiantunteva löytää myös suuresta tietomäärästä relevantit seikat.

Edellä mainitun valossa voi perustellusti kritisoida sitä, että MiFID II lisäsi tiedonantovelvollisuuksia entisestään.²⁴⁹ Todellisuudessa tiedonantovelvoitteiden lisäys ei suojaa sijoittaa enempää, elleivät sijoittajat itse lue ja ymmärrä tietoa.²⁵⁰ Sääntelyssä tulisikin tämän vuoksi keskittyä enemmän tiedon esittämistapaan.²⁵¹ Yksinkertaistettu informaatio parantaa sijoittajien mahdollisuuksia ymmärtää annettua informaatiota. Ehkä vähemmän onkin enemmän, kun arvioidaan optimaalista informaation määrää.

²⁴² Häyrynen 2006, s. 37-42.

²⁴³ Wuolijoki 2009, s. 90-114.

²⁴⁴ Consumer Policy Toolkit 2010, s. 46.

²⁴⁵ Esimerkiksi strukturoitujen sijoitustuotteiden markkinointimateriaali on usein satoja sivuja ja vielä englanninkielellä.

²⁴⁶ Davidoff – Hill 2013, s. 632.

²⁴⁷ Norio-Timonen 1997, s. 84-85.

²⁴⁸ Hoppu 2009, s. 62.

²⁴⁹ Huomiona kuitenkin, että kritiikki kohdistuu nimenomaan laajoihin tiedonantovelvollisuuksiin eikä niinkään velvollisuuteen antaa yksilöllistä neuvontaa.

²⁵⁰ Luukkonen 2016B, s. 164-166.

²⁵¹ Uudemmassa sääntelyssä on kuitenkin kiinnitetty tarkempaa huomiota informaatiotulvaan ja laadittu sääntelyä, joka takaa, että informaatio annetaan mahdollisimman yksinkertaisessa ja ymmärrettävässä muodossa. Hyvä esimerkki on 1.1.2018 voimaantullut PRIIPS-asetus, joka edellyttää, että ei-ammattimaisille asiakkaille on annettava avaintietolomake, kun asiakkaalle tarjotaan erilaisia paketoituja sijoitustuotteita. PRIIPS-tuotteita ovat esimerkiksi sijoitusrahastot, vaihtoehtoiset sijoitusrahastot, strukturoidut talletukset, strukturoidut joukkovelkakirjalainat ja sijoitustarkoituksiin käytetyt vakuutussopimukset. Soveltamisalan ulkopuolelle on jätetty mm. vahinkovakuutustuotteet.

Tulisiko siis sijoittajia ohjailla enemmän, vai tulisiko se lukea sijoittajan omaksi vahingoksi, mikäli jättää tutustumatta materiaaliin? Korling on antanut tukensa taloustieteelliselle behavioral economics – suuntaukselle, jonka perusajatuksena on luopua klassisen taloustieteen oletuksesta rationaalisesti toimivasta homo economicuksesta.²⁵² Behavioral economicsin tutkimustulosten huomioimisesta ei kuitenkaan ole yhtenäistä linjaa.²⁵³ Aiemmin tässä tutkielmassa esiin tuodut seikat puoltavat behavioral economics – suuntauksen laajempaa hyödyntämistä sijoituspalveluita koskevassa regulaatiossa, koska se mahdollistaisi sijoittajien epätarkoituksenmukaisen käytöksen huomioimisen ja näin parantaisi sijoittajansuojaa. Ei kuitenkaan välttämättä ole hyvä idea luopua täysin perinteisestä oletuksesta, että sijoittaja toimii rationaalisesti. Mikäli lainsäädännössä ei lainkaan edellytettäisi rationaalista toimintaa, saattaisi se muodostua ylisuojelevaksi tai jopa johtaa siihen, että käyttäydytään vielä enemmän epärationaalisesti.

Wuolijoki on myös liittänyt informaatiotulvaan toisen ongelman – asiakassuhteiden yksilöllisyyden vähentymisen. Laajat tiedonantovelvoitteet saattavat johtaa tähän, kun sijoituspalveluutarjoajat unohtavat sijoittajat todellisen tiedontarpeet keskittyessään ainoastaan antamaan laissa luetellut tiedot välttääkseen vastuuta.²⁵⁴

5 SELONOTTOVELVOLLISUUS SJOITUSNEUVONNASSA

5.1 Selonottovelvollisuuden sisältö ja tarkoitus

Edellisessä luvussa käsitellyllä tiedonantovelvollisuudella suojataan asiakkaan asemaa, velvoittamalla sijoituspalvelun tarjoaja antamaan asiakkaalle tiedot tietyistä oikeussuhteeseen vaikuttavista seikoista. Sijoituspalvelun tarjoajalle asetettu tiedonantovelvollisuus ei kuitenkaan riitä turvaamaan asiakkaan asemaa tarpeeksi. Ensinnäkään ei ole mahdollista antaa henkilökohtaista neuvontaa, ellei asiakkaan osaaminen ja sijoituskokemus ja toisaalta tarpeet ja toiveet ole tiedossa²⁵⁵. Toiseksi markkinoilla on tarjolla lukematon määrä sijoitustuotteita, joista iso osa on erittäin monimutkaisia. Sijoittajat eivät välttämättä kykene hyödyntämään sijoitustuotteista annettua tietoa, ellei heillä ole kattavaa asiantuntemusta tarjottavien tuotteiden ominaisuuksista ja markkinoiden toiminnasta yleensä. Tämän tyyppisiä ongelmia on pyritty ratkaisemaan asettamalla sijoituspalvelun tarjoajalle selonottovelvollisuus asiakkaastaan. Selonottovelvollisuus tar-

²⁵² Korling 2010, s. 51-53.

²⁵³ Luukkonen 2016B, s. 139-140.

²⁵⁴ Wuolijoki 2009, s. 112.

²⁵⁵ Korling 2010, s. 408.

koittaa, että sijoituspalvelun tarjoajan tulee selvittää asiakkaan yksilöllinen tilanne ja arvioitava rahoitusvälineiden soveltuvuutta saatujen tietojen perusteella. Näin asiakas pääsee myös hyötymään sijoitusneuvojan ammattitaidosta.²⁵⁶ Selonottovelvollisuus parantaa myös sijoittajansuojaa, koska tietojen hankkiminen mahdollistaa sijoitusneuvonnan sovittamisen asiakkaan elämäntilanteeseen ja sijoitustavoitteisiin. Tästä johtuen kysymykset ovat hyvin yksityiskohtaisia.²⁵⁷

Sijoitusneuvontaa tarjotessa palveluntarjoajan tulee siis hankkia tietoa asiakkaastaan, voidakseen suositella asiakkailleen soveltuvia palveluita ja rahoitusvälineitä, ja toisaalta on kerrottava, jos tietty tuote ei sovellu. Suoritettavasta arvioinnista käytetään nimitystä soveltuvuusarviointi.²⁵⁸ Soveltuvuusarviointi koskee ainoastaan sijoitusneuvontaa ja omaisuudenhoitoa, kun taas muiden sijoituspalveluiden osalta käytössä on niin sanottu asianmukaisuusarviointi.²⁵⁹ Soveltuvuusarvioinnilla tarkoitetaan koko prosessia, jossa kerätään tietoa asiakkaasta, ja sen jälkeen arvioidaan tietyn rahoitusvälineen soveltuvuutta kyseiselle asiakkaalle. Soveltuvuusarviointi ei rajoitu pelkästään rahoitusvälineen ostamista koskeviin suosituksiin, koska jokaisen suosituksen on sovellettava asiakkaalle, koskepa se sitten ostamista, pitämistä tai myymistä.²⁶⁰

Kansallisessa lainsäädännössä selonottovelvollisuudesta säädetään SipaL:n 10:4:ssä.²⁶¹ Pykälä sisältää säännökset soveltuvuusarvioinnista ja asianmukaisuusarvioinnista, joiden soveltaminen riippuu tarjottavan sijoituspalvelun lisäksi myös asiakkaan luokittelusta ei-ammattimaiseksi tai ammattimaiseksi asiakkaaksi.²⁶² Pykälän mukaan sijoituspalveluyrityksen, joka tarjoaa sijoituspalveluna sijoitusneuvontaa tai omaisuudenhoitoa, on hankittava ennen sijoituspalvelun tarjoamista riittävät tiedot asiakkaan taloudellisesta asemasta, kyseistä sijoituspalvelua tai rahoitusvälinettä koskevasta sijoituskokemuksesta ja -tietämyksestä sekä sijoitustavoitteista, jotta se voi suositella asiakkaalle soveltuvia rahoitusvälineitä ja palvelua. Säännös perustuu niin sanottuun *know your customer* –periaatteeseen, jonka mukaan sijoituspalvelun tarjoajan tulee tuntea asiakkaansa ja tämän sijoitustoimintaa koskevat tavoitteet, jotta asiakasta voitaisiin palvella tämän edun

²⁵⁶ Hoppu 2009, s. 174 - 175.

²⁵⁷ Nousiainen – Sundberg 2013, s. 103.

²⁵⁸ Soveltuvuuden arviointi perustuu MiFID I:n 19 artiklan 4 kohtaan ja komission täytäntöönpanodirektiivin 35 artiklaan. Näitä direktiivin tuomia *know your customer*-säädöksiä on pidetty direktiivin rakainpina osina. ks. Casey – Lannoo 2009, s. 57.

²⁵⁹ Casey – Lannoo 2009, s. 41.

²⁶⁰ CESR/10-293, osa IV.

²⁶¹ MiFID II:n muutosten tullessa voimaan koko SipaL:n 10 luku uudistettiin ja siinä samalla selonottovelvollisuutta koskevan pykälä otsikko muutettiin paremmin sisältöään vastaavaksi. Aiemmin samainen pykälä oli otsikoitu ”asiakasta koskevat tiedot”.

²⁶² Manninen 2010, s. 10.

mukaisesti.²⁶³ SipaL:n säännöstä tarkentavat FIVA:n määräykset ja ohjeet 16/2013, jotka on annettu SipaL:n 10:16 nojalla²⁶⁴. Määräyksissä on yksityiskohtaisesti avattu mitä tietoja on hankittava. Arvioitaessa vaatimuksia, tulee lähtökohdaksi rationaalisen sijoittajan päätöksen teon kannalta relevantit tiedot.²⁶⁵ Henkilön sijoittaessa osakkeisiin ei esimerkiksi ole tarpeen arvioida sijoituskokemusta ja –osaamista optioihin sijoittamisen kannalta.²⁶⁶

SipaL:n 10:4 3. momentin mukaan selonottovelvollisuutta ei ole, jos toimeksiannon välittäminen tai toteuttaminen tapahtuu asiakkaan aloitteesta ja palvelu liittyy niin sanottuihin yksinkertaisiin rahoitusvälineisiin. Mikäli rahoitusväline ei kuulu yksinkertaisten rahoitusvälineiden luetteloon, on tapauskohtaisesti arvioitava, onko tuote yksinkertainen vai monimutkainen.²⁶⁷ Asiakkaalle on ilmoitettava, jos palvelutarjoaja ei ole velvollinen arvioimaan palvelun tai rahoitusvälineen soveltuvuutta asiakkaalle.²⁶⁸ Selonottovelvollisuutta ei esimerkiksi ole, jos asiakas tekee verkkopankissa kotimaisen sijoitusrahaston rahasto-osuus merkintöjä tai lunastuksia tai, jos asiakas oma-aloitteisesti pyytää sijoituspalveluyritystä myymään hänelle tietyn määrän osakkeita.²⁶⁹

FIVA:n määräysten mukaan sijoituspalvelun tarjoajan on hankittava asiakkaasta tai potentiaalisesta asiakkaasta tiedot, jotka ovat tarpeellisia asiakkaaseen liittyvien olennaisien seikkojen ymmärtämiseksi. Saatujen tietojen perusteella sijoitusneuvoja voi tarjotun palvelun luonne ja laajuus huomioiden kohtuudella varmistua, että sijoitusneuvonnan kohteena oleva liiketoimi täyttää seuraavat edellytykset: a) asiakkaalla on tarvittava sijoituskokemus ja –tietämys riskien ymmärtämiseksi b) liiketoimi vastaa asiakkaan sijoitustavoitteita c) asiakas pystyy kantamaan taloudellisesti liiketoimeen liittyvät asiakkaan sijoitustavoitteiden mukaiset sijoitusriskit.²⁷⁰

²⁶³ Karjalainen – Laurila – Parkkonen 2008, s. 255.

²⁶⁴ Pykälän mukaan FIVA antaa rahoitusvälineiden markkinat -direktiivin täytäntöönpanodirektiivin säännösten edellyttämät tarkemmat määräykset asiakkaalta pyydetävistä tiedoista ja tietojen pyytämisesä noudatettavista menettelytavoista.

²⁶⁵ Mäntysaari 2001, s. 121.

²⁶⁶ Näin on todettu ruotsalaisessa hallituksen esityksessä, joka perustuu samaan MiFID:iin kuin suomalainen asiaa koskeva pykälä. Ks. Prop. 2006/07:115.

²⁶⁷ Karjalainen – Laurila – Parkkonen 2008, s. 261.

²⁶⁸ HE 43/2007 vp, s.92.

²⁶⁹ Nousiainen – Sundberg 2013, s. 111.

²⁷⁰ Kyseessä olevat FIVA:n määräykset perustuvat komission täytäntöönpanodirektiivin 35 artiklaan. Täytäntöönpano direktiivin mukaan tiedot on hankittava asiakkaalta tai potentiaaliselta asiakkaalta, mutta muuten määräykset ovat sisällöllisesti samanlaisia. Näin ollen tässä ei ole tarpeen avata tarkemmin täytäntöönpanodirektiivin 35 artiklaa.

Ensimmäisen kriteerin mukaan asiakkaalla on oltava tarvittava sijoituskokemus ja – tietämys riskien ymmärtämiseksi. Sijoituskokemusta ja -tietämystä koskevien tietojen on sisällettävä, ottaen huomioon asiakkaan asiantuntemus, tarjottavan sijoituspalvelun luonne ja laajuus sekä rahoitusvälineen tai liiketoimen laji (myös monimutkaisuus ja niihin liittyvät riskit) seuraavat seikat: a) asiakkaan jo tuntemat palvelu-, liiketoimi- ja rahoitusvälinetyypit b) asiakkaan rahoitusvälineitä koskevien liiketoimien luonne, vo-lyymi ja yleisyys sekä ajanjakso, jonka kuluessa liiketoimet on toteutettu ja c) asiakkaan koulutustaso sekä ammatti ja tarvittaessa myös edellinen ammatti.²⁷¹

Toisen kriteerin mukaan liiketoimen on vastattava asiakkaan sijoitustavoitteita. Sijoitus- tavoitteita koskevien tietojen on sisällettävä soveltuvin osin tiedot: a) sijoitushorisontis- ta, eli miten kauan asiakas haluaa pitää sijoituksia hallussaan b) asiakkaan riskinottoha- lukkuudesta ja riskiprofiilista sekä c) sijoituksen tarkoituksesta.

Kolmannen kriteerin mukaan asiakkaan tulee pystyä kantamaan taloudellisesti liiketoi- meen liittyvät asiakkaan sijoitustavoitteiden mukaiset sijoitusriskit. Tämän varmista- miseksi sijoituspalvelun tarjoajan hankkiman tiedon on sisällettävä soveltuvin osin tie- dot: a) asiakkaan säännöllisen tulon lähteistä ja määrästä b) asiakkaan omaisuudesta, kuten likvideistä varoista, sijoituksista ja kiinteistöistä ja c) asiakkaan säännöllisistä taloudellisista sitoumuksista.²⁷²

Sijoituspalvelun tarjoaja ei koskaan saa kannustaa asiakasta olemaan toimittamatta edel- lä tarkoitettuja tietoja, vaan sen tulee aktiivisesti pyrkiä hankkimaan tarvittavia tietoja asiakkaastaan.²⁷³ Mikäli asiakkaalta ei saada edellä selostettuja riittäviä tietoja, ei hänel- le saa suositella kyseistä sijoituspalvelua tai rahoitusvälineitä. Tilanteissa, jossa asiakas kehotuksesta huolimatta kieltäytyy toimittamasta pyydettyjä tietoja, on sijoituspalvelu- yrityksen huolellisesti arvioitava, voiko se tästä huolimatta tarjota asiakkaalle tämän pyytämää palvelua.²⁷⁴ Vastaavasti todetaan FIVA:n määräyksissä, että sijoituspalvelun tarjoaja ei saa suositella asiakkaalle sijoituspalvelua tai rahoitusvälineitä, ellei se saa

²⁷¹ Ammatin osalta asiakkaalta pitää selvittää tämän tosiasiallinen ammatti, koska ammattiala tai ammatti- ryhmä ei ole riittävä tieto sen arvioimiseksi, kykeneekö asiakas ymmärtämään sijoitustuotteen ks. FIVA 20/02.04/2016 s. 5.

²⁷² FIVA määräykset ja ohjeet 16/2013, s. 26.

²⁷³ Joskus saattaa syntyä tilanteita, joissa sijoituspalvelun tarjoaja ei haluaisi näin tehdä, sillä se saattaisi esimerkiksi mahdollistaa palveluntarjoajalle edullisten tuotteiden suosittelun, joita ei voitaisi muuten katsoa asiakkaalle soveltuvaksi. Sijoituspalvelun tarjoaja ei esimerkiksi saa suositella epälikvidejä tuotteita, mikäli tiedossa on, että asiakkaalla on tarve likvidoida sijoituksensa lähitulevaisuudessa.

²⁷⁴ HE 32/2012 vp, s.197.

riittäviä tietoja.²⁷⁵ Selvyyden vuoksi on todettava, että sijoituspalvelun tarjoajan ei siis tarvitse kaikissa tilanteissa kieltäytyä myymästä tuotetta, vaikka se ei saisi kaikkia tarvittavia tietoja²⁷⁶, mutta sananmuodon mukaisesti se ei voi suositella tuotetta tai palvelua²⁷⁷. Toisin sanoen tuote voidaan asiakkaalle myydä, mutta hän kantaa itse riskin, siitä ettei se ole hänen tilanteeseensa sopiva. Tuote saattaa esimerkiksi olla liian riskipitoinen suhteessa asiakkaan riskinkantokykyyn tai riskinottohalukkuuteen.²⁷⁸ Hoppu on kuitenkin todennut, että yleisestä huolellisuusvelvoitteesta johtuu, että palveluntarjoajan olisi arvioitava, mikä vaikutus on, sillä ettei tarvittavia tietoja saatu, ja miten ne vaikuttavat mahdollisuuteen tarjota lain mukaista sijoituspalvelua.²⁷⁹

Sijoituspalvelun tarjoajan selonottovelvollisuuden vastinparina voidaan pitää sijoittajan omaa tiedonantovelvollisuutta. Varsinaista oma-aloitteista velvollisuutta tietojen antamiseen ei ole, eikä kyse ole velvoitteesta velvoiteoikeudellisessa mielessä. Laiminlyönnistä ei myöskään tule varsinaisia seurauksia, kuten että sijoittaja ei voisi hankkia tiettyä sijoitustuotetta. Sijoittajan tiedonantovelvollisuus käsittää lähtökohtaisesti vain velvollisuuden vastata esitettyihin kysymyksiin.²⁸⁰ Asiakkaiden tulee lähtökohtaisesti antaa oikeat, täydelliset ja ajantasaiset tiedot sijoituspalveluyrityksen kysymyksiin.²⁸¹ Mikäli asiakas jättää antamatta tietoja tai antaa vääriä tietoja, saattavat nämä seikat vaikuttaa heikentävästi hänen oikeussuojaan. Asiakkaan tulee myös päivittää tietonsa palveluntarjoajille, jos annetuissa tiedoissa tapahtuu muutoksia.²⁸² Kun sijoittaja toimii näin, pitäisi sijoitussuosituksen olla oikea ja tuotteen soveltua asiakkaan yksilölliseen tilanteeseen. Tämä on luonnollisesti toivottavaa molemmille osapuolille. Saattaa kuitenkin syntyä tilanteita, jossa asiakas ei halua antaa itsestään tietoja lainkaan tai asiakas antaa itsestään puutteellisia tai virheellisiä tietoja, joko tahallaan tai tahattomasti. Voi olla esimerkiksi kyse siitä, ettei asiakas halua paljastaa sijoitustuotetta tarjoavalle, ettei hän ymmärrä sijoittamiseen liittyvää seikkaa tai asiakas ei edes ymmärrä kysyttyä asiaa.

²⁷⁵ FIVA määräykset ja ohjeet 16/2013, s.26.

²⁷⁶ Muualla Euroopassa on kuitenkin myös päinvastaisia tulkintoja siitä, saako palvelua MiFID-sääntelyn mukaan tarjota, ellei kaikkia tietoja saada. Ks. esim. MiFID-kysymys ja vastauspalsta kysymys nro 65, Moloney 2008, s.616-617 ja Kågerman – Lohmander – De Ridder 2008, s. 534. Wuolijoki puolestaan on todennut, että kotimaisessa sääntely-ympäristössä olisi kysymys sääntelyn tahdonvaltaisuudesta. Jos sääntely on tahdonvaltaista, voisivat osapuolet sopia toisin selonottovelvollisuudesta ks. Wuolijoki 2009, s.183.

²⁷⁷ Wuolijoki 2009, s.182.

²⁷⁸ Luukkonen 2016A, s. 293.

²⁷⁹ Hoppu 2009, s.177.

²⁸⁰ Luukkonen 2016A, s. 270 ja 295.

²⁸¹ ESMA/2012/387, s.10.

²⁸² ks. esim. APL 260/2006. APL totesi myös perusteluissaan, että mikäli osapuolten olosuhteissa tapahtuu muutoksia, tulisi sopimukset päivittää niitä vastaaviksi ja myös asiakkaan tulee omalta osaltaan huolehtia tietojen ajantasaisuudesta.

Soveltuvuudenarviointi koskee myös ammattimaisia asiakkaita, mutta arviointi on suppeampi kuin ei-ammattimaisten asiakkaiden osalta. Sijoitusneuvoja voi suoraan lain nojalla olettaa, että ammattimainen asiakas kykenee kantamaan suositeltuun liiketoimeen liittyvän taloudellisen riskin, jos riski on asiakkaan sijoitustavoitteiden mukainen. Esimerkiksi asiakkaan sijoituskokemusta ja – tietämystä ei tarvitse selvittää sellaisten rahoitusvälineiden ja palveluiden osalta, joissa asiakas on luokiteltu ammattimaiseksi asiakkaaksi. On kriittistä, millä perusteella asiakas on luokiteltu ammattimaiseksi, eikä ainoastaan asiakasluokalla. Suoraan lain nojalla tapahtuva luokittelu sulkee pois tilanteet, jossa asiakas on luokiteltu ammattimaiseksi omasta pyynnöstä. Näin ollen poikkeus ei myöskään koske yksityishenkilöitä.²⁸³

Edellä on avattu yksityiskohtaisesti, millaisia tietoja palveluntarjoajan on hankittava asiakkaastaan. Sääntelyn seikkaperäisyyttä voi kritisoida, sillä laajat esimerkkilistaukset selvitettävistä seikoista saattavat johtaa joustamattomuuteen. Lisäksi seikkaperäisten listojen laadinta johtaa herkästi siihen, että palveluntarjoajat laativat vakiomuotoiset lomakkeet, joita täytetään mekaanisesti huomioimatta yksittäisen asiakkaan olosuhteita riittämättömästi. Tällöin vakiomuotoisten lomakkeiden kysymysasettelu nousee merkittävään asemaan, koska jos kysymykset tai vastastausvaihtoehdot on laadittu huonosti, saattavat annetut vastaukset johtaa vääränlaisiin tulkintoihin, jolloin tuotteen soveltuvuutta ei välttämättä osata arvioida oikein.²⁸⁴ Pohditaan vaikka tilannetta, jossa asiakkaalta kysytään, onko hänellä tarpeeksi kokemusta sijoittaa strukturoituun sijoitustuotteeseen ja siihen pyydetään kyllä/ei vastausta. Asiakas saattaa turhan helposti vastata kyllä, sillä tutkimuksissa on havaittu, että sijoittajilla on taipumusta yliarvioida oma asiantuntemuksensa. Sijoittajia vaivaa usein liiallinen optimismi ja yliluottamus.²⁸⁵ Näin ollen asiakkaalta kannattaisi ennemmin kysyä, mitkä sijoitusvälineet ovat tuttuja hänelle.²⁸⁶ Vakiomuotoiset lomakkeet lisäävät kylläkin sijoitusneuvontaprosessin johdonmukaisuutta ja helpottavat lain noudattamista, muistuttamalla sijoitusneuvojaa siitä, mitä tietoja on hankittava. Toisaalta lomakkeiden käyttö ei saisi johtaa siihen, että unohdetaan huomioida asiakkaan yksilöllinen tilanne.

Myös Lähdevuori on esittänyt kritiikkiä esimerkkilistauksia kohtaan ja todennut, että niiden noudattaminen saattaa johtaa tarpeettomien tietojen selvittämiseen tai päinvastaisesti. Lisäksi luettelossa esitetyt seikat voivat olla riittämättömiä soveltuvuusarvioinnin

²⁸³ Manninen 2010, s. 10.

²⁸⁴ Tähän on esimerkiksi Englannissa kiinnitetty huomioita. Ks. FSA 2011, s. 3.

²⁸⁵ Minor 2012, s. 164.

²⁸⁶ ESMA/2012/387, s. 10.

tekemiseksi. Hän toteaa myös, ettei tarpeettomien tietojen hankkiminen palvele kenenkään etuja, ja arvioitaessa asiaa palveluntarjoajan näkökulmasta, on kysymys ylimääräisen työn tekemisestä. Lisäksi sijoittajat saattavat vältellä sijoitusneuvonnan hankkimista, jos heille esitetään tarpeettomia kysymyksiä.²⁸⁷ En ole Lähdevuoren kanssa samaa mieltä, koska sijoitusneuvoja ei voi etukäteen tietää, millaisen suosituksen hän tulee asiakkaalleen antamaan. Yleensä onkin hankittava enemmän tietoja kuin mitä lopuksi katsotaan tarpeelliseksi. Lisäksi on muistettava, että mitä enemmän sijoitusneuvoja tietää asiakkaastaan, sitä paremmin hän pystyy arvioimaan tietyn tuotteen soveltuvuutta ja huomioimaan asiakkaan edun.

Myös Wuolijoki on kyseenalaistanut seikkaperäisen luetteloinnin, ja pohtinut, voisiko hankittavan tiedon jättää palveluntarjoajien ammattitaidon varaan, kuten sijoituskohteen valinnan.²⁸⁸ Vaikka yksityiskohtaista luettelointia voikin perustellusti kritisoida, en kannata sitä, että toimijat voisivat ammattitaitonsa puitteissa määrittää hankittavat tiedot itsenäisesti. Tämä saattaisi vaarantaa sijoittajansuojan ja lisätä rahanpesunriskiä. Lisäksi on muistettava, että tietojen hankinta on kustannuserä palveluntarjoajille, ja seikkaperäisen sääntelyn poistaminen saattaisi johtaa siihen, että palveluntarjoajat menevät sieltä mistä aita on matalin, ja näin vaarantaen tarpeellisen suojan.

Sen lisäksi, että sijoitusneuvoja ottaa asiakkaastaan selvää, kannattaisi asiakkaan myös oma-aloitteisesti antaa itseään tai sijoitustoimintaansa koskevia olennaisia tietoja, joilla voi olla merkitystä asiakassuhteen kannalta. Mitä enemmän sijoituspalvelun tarjoaja tietää asiakkaastaan, sitä paremmin hän pystyy huomioimaan asiakkaan edun. Sijoituspalvelun tarjoaja ei välttämättä tiedä selonottovelvollisuuden ulkopuolisesta merkityksellisestä seikasta, eikä tätä seikkaa silloin ole mahdollista huomioida sijoitusneuvonnassa.²⁸⁹ Mikäli asiakas puolestaan informoi oma-aloitteisesti sijoitusneuvojaa tietystä seikasta, tulee se huomioida. Oma-aloitteinen informointi parantaa näin asiakkaan asemaa. Mistä asiakas sitten tietää, mikä on olennainen seikka, josta kannattaisi kertoa? Tämä on aina riippuvainen kustakin yksittäistilanteesta. Todennäköisesti kokeneempi asiakas tietää paremmin, millaiset seikat ovat relevantteja kuin kokemattomampi.

5.2 Yksilöllisten ominaisuuksien vaikutus selonottovelvollisuuteen

Sijoittajan yksilölliset ominaisuudet vaikuttavat sijoituspalvelun tarjoajan selonottovelvollisuuden laajuuteen sijoitusneuvonnassa. Arvioitaessa hankittavien tietojen laajuutta

²⁸⁷ Lähdevuori 2005 s. 320–321, ennen kuin sääntelyssä oli annettu seikkaperäisiä esimerkkiluetteloita.

²⁸⁸ Wuolijoki 2009, s. 180.

²⁸⁹ Hoppu 2009, s. 258.

tulisi tarkastella asiakkaan tietämyksen ja kokemuksen, taloudellisen tilanteen ja sijoitustavoitteiden yhteydessä seuraavia seikkoja: a) asiakastyyppiä, asiakkaan tarpeita ja olosuhteita b) yrityksen tarjoaman palvelun luonnetta ja laajuutta ja c) rahoitusvälineen tai liiketoimen lajia, jota yritys suosittelee tai, jonka se hankkii/toteuttaa (myös monimutkaisuutta ja riskitasoa). Vaikka hankittavien tietojen laajuus voi vaihdella, tärkeintä on varmistaa, että suositus tai asiakkaan lukuun tehty sijoitus on asiakkaalle soveltuva. MiFID-sääntelyyn sisältyvä suhteellisuusperiaate antaa yrityksille mahdollisuuden kerätä tietoja, jotka ovat oikeasuhteisia niihin tuotteisiin ja palveluihin nähden, joita yritykset tarjoavat tai joista asiakkaat pyytävät erityisiä sijoitusneuvontaan palveluja. Suhteellisuusperiaate ei tässä kuitenkaan mahdollista sijoittajansuojan heikentämistä.²⁹⁰

ESMA:n mukaan asiakkaan ikä ja heikompi asema, saattaa vaikuttaa kerättävien tietojen laajuuteen. Iäkkäämmistä ja heikommassa asemassa olevista asiakkaista, jotka pyytävät sijoitusneuvontaan liittyviä palveluja ensimmäistä kertaa, olisi yleensä tarpeen kerätä perusteellisempia tietoja. ESMA on myös nimenomaisesti todennut, että ikä on tärkeä tieto, kun arvioidaan sijoituksen soveltuvuutta asiakkaalle.²⁹¹ Ikä ei ole kuitenkaan ratkaiseva tekijä, vaikka se tulee huomioida tehtäessä soveltuvuusarviointia. Tähän liittyen APL on ratkaisukäytännössään todennut, ettei asiakkaan ikä ole sellaisenaan peruste tarjota tai olla tarjoamatta jotain tiettyä sijoitustuotetta tai –palvelua. Olennaista sen sijaan on kokonaisarvion muodostaminen siitä, onko palveluntarjoaja täyttänyt laissa säädetyt tiedonanto-, selonotto, ja muut velvollisuudet. Olisi kuitenkin tärkeää erityisesti iäkkäämpien asiakkaiden kohdalla varmistua siitä, että asiakas tosiasiaassa ymmärtää tarjotun rahoitusvälineen tai sijoituspalvelun ominaisuudet ja siihen riskit.²⁹²

Selonottovelvollisuuden laajuus riippuu myös siitä, mitä sijoituspalvelua asiakkaalle tarjotaan. Esimerkiksi sijoitusneuvontaa koskee laajempi selonottovelvollisuus kuin execution only- palvelua. Lisäksi asiakkaan taloudellinen asema vaikuttaa kerättävien tietojen laajuuteen. Tulisi kerätä enemmän tietoa asiakkaista, jotka pyytävät koko sijoitusvarallisuutensa käsittävää sijoitusneuvontaa, kuin asiakkaista, jotka pyytävät neuvoa, miten sijoittaa tietty rahasumma, joka edustaa melko pientä osuutta heidän koko varallisuudestaan. Asiakkaan taloudellisesta tilanteesta on kerättävä tietoa kaikissa tapauksissa, joten kerättävien tietojen laajuus voi määräytyä suositeltavien tai hankittavien rahoitusvälineiden lajin perusteella.²⁹³ Esimerkiksi kun sijoituspalvelun tarjoaja tarjoaa riski-

²⁹⁰ ESMA/2012/387, s. 7-8.

²⁹¹ ESMA/2012/387, s. 6.

²⁹² Ks. esim. ratkaisut APL 378/2008, APL 28-30/2011 ja APL 523/2009.

²⁹³ ESMA/2012/387, s. 7-9.

pitoisia tai monimutkaisia tuotteita, tulisi sen harkita tarkasti, onko tarpeen kerätä perusteellisempia tietoja asiakkaastaan kuin, jos kyse olisi yksinkertaisemmista tai vähemmän riskejä sisältävistä rahoitusvälineistä. Perusteellisempien tietojen avulla palveluntarjoajat voivat arvioida asiakkaan kykyä ymmärtää ja kantaa taloudellisesti tällaisiin välineisiin liittyvät riskit paremmin.

Toisaalta asiakkaan sijoitustoiveet vaikuttavat.²⁹⁴ Sijoituspalvelun tarjoaja tarvitsee todennäköisesti yksityiskohtaisempia tietoja asiakkaan taloudellisesta tilanteesta, jos asiakkaalla on moninaisia ja/tai pitemmän aikavälin sijoitustavoitteita, kuin jos asiakas etsii vain lyhytaikaista turvallista sijoitusta.²⁹⁵ Tarkoitus ei ole, että selvitetään asiakkaan soveltuvuutta ostaa tiettyä strukturoitua sijoitustuotetta, mikäli hän on nimenomaisesti ilmoittanut olevansa kiinnostunut ostamaan matalariskistä korkorahastoa.²⁹⁶ Jos asiakas puolestaan on kiinnostunut sijoittamaan ainoastaan osakkeisiin, ei sijoituspalvelun tarjoajan tarvitse tarkemmin selvittää, riittääkö asiakkaan osaaminen optioihin sijoittamiseen. Samoin vaihtelee hankittavien tietojen määrä riippuen sijoituskohteen riskistä.

Selonottovelvollisuuteen saattaa vaikuttaa asiakkaan kielitaito. Esimerkiksi tilanteessa, jossa on epäselvyyttä siitä, onko asiakkaan kielitaito vaadittavalla tasolla annetun materiaalin tai käytyjen keskustelujen ymmärtämiseen, tulee esittää lisäselvityksiä.

Selonottovelvollisuuden laajuuteen voi vaikuttaa myös sijoittajan käyttämän mahdollisen asiantuntijan asiantuntemus. Voi olla kyse tilanteesta, jossa aviopuolisoista toinen hoitaa molempien raha-asiat. Sijoituspalveluyrityksen tulisi sopia asianomaisten henkilöiden kanssa siitä, kuka on soveltuvuusarvioinnin kohteena ja miten arviointi toteutetaan käytännössä. Tarkoituksena on selvittää, kenen osalta sijoitusneuvojan tulee hankkia tiedot henkilön sijoittamiseen liittyvästä kokemuksesta ja tietämyksestä, taloudellisesta asemasta ja sijoitustavoitteista.²⁹⁷

Australialainen Securities & Investments Commission (ASIC) on todennut, että selonottovelvollisuus saattaa laajentua, jos asiakas on ilmaissut ristiriitaisia tavoitteita, asiakas ei täysin ymmärrä tavoitteitaan tai ei pysty ilmaisemaan niitä selkeästi, tai asiakkaan olosuhteisiin nähden epäasianmukaisesta tai epäjohdonmukaisesta neuvosta mahdollisesti aiheutuva tappio olisi asiakkaan kannalta suhteellisen vakava. Lisäksi sekin, että

²⁹⁴ Korling 2010A, s. 147.

²⁹⁵ ESMA/2012/387, s. 9.

²⁹⁶ CESR/04-562, s. 40–41.

²⁹⁷ ESMA/2012/387, s.12.

asiakkaan omat olosuhteet ovat monimutkaisia saattaa johtaa laajempaan selonottoon.²⁹⁸ Nämä lienevät relevantteja havaintoja myös Suomessa toimivien kannalta jo yleisten oikeusperiaatteiden perusteella. Esimerkiksi hyvän tavan merkitys korostuu tilanteessa, josta ei ole yksityiskohtaista sääntelyä. Yhtä lailla kuin tiedonantovelvollisuuden tulokinnassa, tulee selonottovelvollisuuden laajuutta määrittäessä huomioida oikeusperiaatteet, kuten heikomman suoja, asiakkaan etu ja lojaliteettivelvollisuus. Näin ollen tulee tulkinnanvaraisessa tilanteessa enemmän hankkia enemmän tietoa asiakkaasta, mikäli se on hänen etunsa mukaista.

5.3 Oikeus luottaa asiakkaan antamiin tietoihin

ESMA:n ohjeen mukaan sijoituspalveluyritysten tulisi toteuttaa kohtuulliset toimenpiteet sen varmistamiseksi, että asiakkaista kerätyt tiedot ovat luotettavia. Niiden olisi erityisesti toteutettava toimenpiteitä asiakastiedon johdonmukaisuuden varmistamiseksi, vältettävä luottamasta liiaksi asiakkaiden omaan arvioon tietämyksestään, kokemuksiinsa ja taloudellisesta tilanteestaan varmistettava, että kaikki soveltuvuusarviointiprosessissa käytetyt välineet on suunniteltu asianmukaisesti. Kysymyksiä ei tule laatia esimerkiksi siten, että asiakas valitsee niiden perusteella tietänyttyypisen sijoituksen.²⁹⁹

Käytännössä asiakastiedon epäjohdonmukaisuudet voivat tulla esille muun muassa sijoituspalvelun tarjoajien käyttämissä vakiomuotoisissa kyselylomakkeissa. Asiakas saattaa esimerkiksi ilmoittaa, olevansa kokenut sijoittaja, mutta kysyttäessä, millaisista tuotteista hänellä on kokemusta, asiakas vastaakin sijoittaneensa pieniä summia matalariskisiin korkorahastoihin. Tai kun kysytään hänen nettotuloista, hän ilmoittaaakin bruttotulonsa. Vaikka äkkiseltään ajattelisi, ettei tämän tyyppisillä epäjohdonmukaisuuksilla ole juurikaan merkitystä, saattaa pienilläkin virheillä tai puutteellisuuksilla olla ratkaiseva merkitys, kun arvioidaan tuotteen soveltuvuutta yksittäiselle asiakkaalle. Missä määrin olisi sitten kohtuullista edellyttää asiakkaan antamien tietojen tarkistamista? Tarkoituksena tuskin on poistaa asiakkaan vastuuta antamistaan tiedoistaan tai lisätä yritysten taakkaa kohtuuttomasti.

FIVA:n määräyksissä on todettu, että sijoituspalvelun tarjoaja voi lähtökohtaisesti luottaa asiakkaan antamiin tietoihin, ellei se tiedä tai pitäisi tietää, että asiakkaan antamat tiedot ovat selvästi vanhentuneita, puutteellisia tai virheellisiä. Ratkaisevaa on se, mitä palveluntarjoajan pitäisi tietää asiakkaan tilanteesta. Asiakkaan asiantuntemus ja tieto-

²⁹⁸ ASIC 2012, s. 26–27.

²⁹⁹ ESMA/2012/387, s. 10.

jen merkitys asiakkaan kannalta tulee huomioida, arvioitaessa tietojen luotettavuutta. Tietyissä tilanteissa sijoituspalvelun tarjoajalla on velvollisuus tarkemmin avata asiakkaalle tietojen merkitystä.³⁰⁰

Hoppu on tuonut esiin, että sijoitusneuvonta on asiantuntijapalvelua, jossa asiantuntijalla saattaa olla jonkinasteinen velvollisuus tarkistaa asiakkaalta saadut tiedot. Näin myös tapauksessa KKO 1999:80³⁰¹, ja sen nojalla puollettu käsitystä, jonka mukaan ainakin tietyissä tilanteissa sijoituspalvelun tarjoajalle voisi syntyä velvollisuus varmistaa asiakkaan antamien tietojen paikkansapitävyys. Wuolijoki taas on todennut, ettei sanamuoto ”pitäisi tietää” muodosta sijoituspalvelun tarjoajalle velvollisuutta tarkistaa kolmansilta tahoilta, että asiakkaan antamat tiedot ovat paikkansapitävät.³⁰² ESMA:n ohjeistuksessa ei puolestaan aseteta ehdottomia velvollisuuksia, vaan käytetään ”tulisi” sanamuotoa.³⁰³ Voidaan todeta, ettei kansallinen tulkinta ole täysin linjassa ohjeistuksen kanssa, vaikka toimivaltaisten viranomaisten ja finanssimarkkinoiden toimijoiden on kaikin tavoin pyrittävä noudattamaan ESMA:n ohjeita.

6 SOVELTUVA RAHOITUSVÄLINE

6.1 Neuvontavelvollisuus sijoitusneuvonnassa

Edellisessä luvussa avattiin yksityiskohtaisesti, mitä tietoja asiakkaasta on hankittava arvioidakseen rahoitusvälineen soveltuvuutta asiakkaalle. Lainsäädännössä ei suoraan sanota, mitä hankituilla tiedoilla tulee tehdä, mutta on selvää, että asiakkaalle annettavien neuvojen tulee perustua asiakkaan antamiin tietoihin.³⁰⁴ Tosiasiassa selonottovelvollisuus siis sisältää myös neuvontavelvollisuuden. Kun palveluntarjoaja on velvollinen ottamaan selvää asiakkaan tilanteesta, on sen myös oma-aloitteisesti neuvottava asiakasta. Wuolijoen mukaan neuvontavelvollisuus voidaan nähdä heikomman osapuol-

³⁰⁰ FIVA määräykset ja ohjeet 16/2013 s. 26. ks. myös Hoppu 2009, s. 177.

³⁰¹ Tapauksessa oli kysymys tilintarkastusyhtiön vahingonkorvausvastuusta ja vahingon määrästä. Kommandiittiyhtiön myymiseen tai sen toiminnan ja omaisuuden uudelleenjärjestelyyn tähdänneen suunnitellun yhteydessä tilintarkastusyhtiö oli asiakkaalta tontin vuokraoikeutta koskeneen sopimuksen sisällöstä saamansa tiedon perusteella antanut vuokraoikeuden luovutuksen veroseuraamuksesta virheellisen osoittautuneen neuvon. KKO totesi perusteluissaan, että konsultti on antanut neuvonsa verotuksen asiantuntijana ja hän on ollut tietoinen siitä, mikä vaikutus siirtokelpoisella vuokraoikeudella ja sen kestolla oli veroseuraamukseen. Näin ollen hän ei ole voinut lähteä siitä, että asiakas olisi tiennyt kyseisen erityistietämystä vaativan seikan merkityksen verotuksessa. Näin ollen konsultin olisi täyttyäkseen toimeksiannon huolellisesti tullut varmistua siitä, että hänen saamansa tiedot olivat täsmälliset, eikä hän ole saanut luottaa vain asiakkaan omaan asiantuntemukseen. Tapausta on tulkittu oikeuskirjallisuudessa laajasi ks. esim. Mäntysaari 2000, s. 267–268.

³⁰² Wuolijoki 2009, s. 184 - 185.

³⁰³ ESMA/2012/387, s.10.

³⁰⁴ Wuolijoki 2009, s. 180.

len välittömänä suojeluna.³⁰⁵ Hoppu on todennut, että tilanne, jossa sijoituspalvelun tarjoajalla olisi selonottovelvollisuus asiakkaastaan, mutta ei lainkaan oma-aloitteista neuvontavelvollisuutta asiakasta kohtaan olisi ”absurdi ja arvopaperilainsäädännön vastainen”.³⁰⁶ Toisaalta, jos palveluntarjoaja voisi antaa neuvoja ilman, että häneen kohdistuisi selvitysvelvollisuutta, voisi asiakasta neuvoa ilman niitä tietoja, jotka tekevät neuvoista ylipäättänsä mielekkäitä. Näin ollen selonottovelvollisuus ilman sitä vastaavaa neuvontavelvollisuutta ei myöskään olisi mielekäs.³⁰⁷ Riippumatta siitä, katsotaanko laista tulevan suoraan velvollisuutta arvioida tuotteen soveltuvuutta asiakkaalle, voisi tällainen velvollisuus syntyä jo lojaliteettivelvollisuuden perusteella.³⁰⁸ Neuvontavelvollisuutta puoltaa myös se, että SipaL:n 10:4:ssa puhutaan asiakkaalle soveltuvasta tuotteesta ja palvelusta. Lisäksi FIVA:n määräyksissä mainitaan, että palveluntarjoajan on hankittava tiedot, jotka ovat tarpeellisia, jotta se voisi kohtuudella varmistua siitä, että neuvo vastaa asiakkaan ymmärrystä, riskinkantokykyä ja sijoitustavoitteita.³⁰⁹

Yksityiskohtainen sääntely päättyy kuitenkin hankittavaan tietoon, sillä sääntelyssä ei oteta kantaa siihen, millä perusteilla sijoitusneuvojan tulee yksittäistapauksessa päätyä suosittelemaan tiettyä rahoitusvälinettä. Normatiivisesti tarkastellen säännellään, mitä tietoja tulee hankkia ja todetaan, että sijoitusneuvon tulee hankittujen tietojen valossa soveltua sijoittajalle. Varsinaisen rahoitusvälineen valinta on siis jätetty sijoitusneuvojan ammattitaidoin varaan, mikä on perusteltua, koska sijoitusneuvojat kilpailevat juuri-kin sijoitusneuvojen laadulla. Käytännössä sijoitusneuvojan on siis ensin täytettävä laissa säädetty selonottovelvollisuus hankkimalla asiakkaasta säädetty tiedot, jonka jälkeen hän arvioi saatujen tietojen perusteella ja oman ammattitaitonsa avulla, mitkä tuotteet olisivat asiakkaalle soveltuvia. Ei ole yhtä tapaa suorittaa arviointia, vaan toteutus on riippuvainen sijoitusneuvontatilanteesta ja sijoituspalvelun tarjoajasta. FIVA:n määräysten mukaisesti tietoja hankitaan ”soveltuvin osin”, mikä mahdollistaa tilannekohtaisen arvioinnin selvityksen laajuudesta.³¹⁰

Sijoitusneuvonnassa toimeksisaajan voidaan kuitenkin usein edellyttää neuvovansa asiakastaan niin, että asiakkaan tavoitteet saavutettaisiin, ja asiakas saisi mahdollisimman suuren hyödyn. Tämä puoltaa näkemystä siitä, ettei aina ole riittävää, että sijoitus-

³⁰⁵ Wuolijoki 2009, s. 109.

³⁰⁶ Hoppu 2009, s. 174 - 175.

³⁰⁷ Mäntysaari 2001, s. 28 ja 37–38.

³⁰⁸ Samansuuntaisesti myös Hoppu 2009 s. 180-181 ja Lycke – Runesson – Swahn, vaikka he eivät käytä termiä lojaliteettivelvollisuus.

³⁰⁹ FIVA määräykset ja ohjeet 16/2013, s. 25.

³¹⁰ Wuolijoki 2009, s. 180-182.

neuvoja tekee vain asiakkaan pyytämät asiat, vaan voidaan edellyttää, että hän myös tuo esiin toimeksiannon tarkoituksenmukaisen rajauksen. Voi esimerkiksi olla, että asiakas pyytää hänelle tarpeetonta tai kallista palvelua tai olisi asiakkaan etujen mukaista suorittaa lisäksi muitakin, kun pyydettyjä toimia. Riittävää on, että seikat tuodaan esiin ja sen jälkeen toimeksianto voidaan suorittaa myös tavalla, joka ei ole kaikista optimaalisin.³¹¹

Sijoitusneuvoja ei saa antaa asiakkaalleen sellaista vaikutelmaa, että asiakas itse päättää sijoituksensa soveltuvuudesta tai mitkä rahoitusvälineet soveltuvat hänen riskiprofiiliinsa. Sijoituspalveluyritysten tulisi tiedottaa asiakkaille selkeässä ja yksinkertaisessa muodossa, että soveltuvuusarvioinnin tarkoituksena on nimenomaan antaa sijoituspalvelun tarjoajille mahdollisuus toimia asiakkaan etujen mukaisesti. Sijoituspalveluyritysten ei tulisi missään vaiheessa aiheuttaa minkäänlaista epäselvyyttä tai hämmennystä siitä, mitkä niiden velvollisuudet ovat tässä prosessissa.³¹²

6.2 Soveltuvan sijoituskohteen valinnassa huomioitavia seikkoja

Varsinaisen rahoitusvälineen valinta on siis jätetty sijoitusneuvojan ammattitaidoin varaan, ja soveltuvuusarviointi tehdään jokaisen sijoittajan yksilöllisten tilanteen pohjalta. Näin ollen on mahdoton antaa yleispätevää sijoitusneuvoa, joka sopisi kaikille sijoittajille. Tietty sijoitusneuvo voi soveltua yhdelle, kun taas toiselle se voi olla täysin sopimaton. Aiemmin soveltunut neuvo saattaa myöhemmin osoittautua epäsovivaksi, koska olosuhteet ovat muuttuneet. Sijoitusneuvontaa tulee lähtökohtaisesti antaa sijoittajan sen hetkiseen tilanteeseen soveltuen. Vaikka ei ole mahdollista antaa yleisiä ohjeita, siitä mikä sijoitustuote sopii kellekin, voidaan pohtia, mitä kaikkia seikkoja sijoitusneuvojan tulee huomioida arvioidessaan sijoitustuotteiden soveltuvuutta. Tämä on myös tarpeellista, jotta voitaisiin arvioida kuinka sijoittajan yksilölliset ominaisuudet käytännössä vaikuttavat sijoituskohteen valintaan.

Lainsäädännöstä löydettävissä yleisiä ohjeita. Ensinnäkin SipaL:n 10:2 säädetään, että sijoituspalvelun ja oheispalvelun tarjoamisessa on toimittava rehellisesti, tasapuolisesti, ammattimaisesti ja asiakkaan edun mukaisesti. AML 1:2:ssa taas todetaan, ettei arvopaperimarkkinoilla saa menetellä hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisesti. Edelleen FIVA:n määräyksissä todetaan, että finanssipalvelujen tarjoamisessa tulee noudattaa hyvää tapaa. Hyvän tavan periaatteita sovellettaessa puolestaan voidaan huomioida asianomaisen finanssipalvelun luonne, asiakkaan tuntemus finanssimarkkinoista sekä kul-

³¹¹ Hemmo 2006, s. 162.

³¹² ESMA/2012/387, s. 5.

loinkin kyseessä oleva asiakasryhmä³¹³. Voidaan todeta, että tällaiset yleisetkin säädökset tukevat välillisesti käsitystä siitä, että annettujen sijoitusneuvojen tulisi olla hyviä ja asianmukaisia.³¹⁴

Sijoitusneuvojen tulee olla huolellisesti harkittuja. Sijoitusneuvojan tulee ennen suosituksen antamista vertailla sijoituskohteita ammattimaiselta toimijalta edellytettävällä tavalla. Vertailu tulee suorittaa asianmukaisella metodilla, joka on rahoitusteoreettisesti puolustettavissa. Kyse on niin sanotusta metodivastuusta.³¹⁵ Ellei näin toimita, saattaa neuvot olla muodostua virheelliseksi oikeudellisesti arvioiden.³¹⁶ Mäntysaaren mukaan sijoitusneuvojan on vähintään huomioitava seikat, joilla on merkitystä rationaalisen sijoittajan päätöksenteon kannalta. Luonnollisesti neuvon on perustuttava tietoon, mikä tarkoittaa, että sijoitusneuvojan tulee perehtyä yleisiin tietolähteisiin, ja hän voi yhdistellä julkisia tietoja. Käytännössä ei kuitenkaan ole mahdollisuutta (eikä velvollisuuttaakaan) perehtyä kaikkeen saatavilla olevaan tietoon, joten yksittäistapauksessa ratkaisevaa on, mitä ammattimaisen sijoitusneuvojan tulisi tietää.³¹⁷ Sijoitusneuvojalla ei myöskään ole velvollisuutta tuntea kaikkia mahdollisia tuotteita, mutta hänellä on velvollisuus ymmärtää tarjoamiensa tai suosittelemiensa rahoitusvälineiden ominaisuudet.³¹⁸ Eikä se voi tarjota rahoitusvälineitä, ellei se ole asiakkaan edunmukaista.³¹⁹

Norros ei vaikuta olevan täysin samoilla linjoilla Mäntysaaren kanssa, sillä hän on todennut tulkitessaan vanhaa AML:a, että 4:3.2:sta³²⁰ seuraa arvopaperinvälittäjälle velvollisuus tietynasteiseen sijoitusneuvontaan, mutta sijoitusneuvojalla ei kuitenkaan olisi velvollisuutta oma-aloitteisesti esittää näkemyksiä eri sijoitusvaihtoehtojen keskinäisestä paremmuudesta, johon Mäntysaaren vertailuargumentin voi olettaa viittaavan. Riittävää sen sijaan olisi, että välittäjä kiinnittää huomiota arvopaperin soveltuvuuteen asiakkaalle ylipäänsä tai vastavuoroisesti neutraalin ilmoituksen antaminen soveltumattomuudesta asiakkaalle. Tämä tarkoittaisi, ettei sijoitusneuvojan tarvitse kieltäytyä epätarjouksenmukaisena pitämänsä sijoituksen toteuttamisesta, eikä yrittää ylipuhua asia-

³¹³ FIVA Määräykset ja ohjeet 16/2013, s. 11.

³¹⁴ Wuolijoki 2009, s. 181.

³¹⁵ Norros 2009, s. 364-365.

³¹⁶ Wuolijoki 2009, s. 186.

³¹⁷ Mäntysaari 2001, s. 124.

³¹⁸ Sijoituspalvelun tarjoajilla on oltava toimintaohjeita ja -menettelyjä, joilla pyritään varmistamaan, että suositellaan sijoituksia tai tehdään sijoituksia asiakkaidensa lukuun vain, jos sijoitusneuvoja ymmärtää kyseisen tuotteen tai rahoitusvälineen ominaispiirteet.

³¹⁹ MiFID II artikla 24.

³²⁰ Saman sisältöinen voimassa oleva säännös on SipaL 10:2.

kasta luopumaan ajatuksesta.³²¹ Vaikka ei katsottaisikaan sijoitusneuvojan velvollisuudeksi arvioida sijoitustuotteiden keskinäistä paremmuutta, tähän varmasti käytännössä pyritään, sillä sijoittajathan hakevat juuri tähän ongelmaan apua sijoitusneuvonnasta.

Yleinen lähtökohta on, ettei sijoitusneuvonnassa annettujen suositusten välttämättä tarvitse olla ”parhaita mahdollisia”, mutta niiden tulee osoittaa, että sijoittajan intressit on huomioitu ja etteivät ne ole sopimattomia.³²² Wuolijoen mukaan tätä voidaan pitää lähes itsestään selvänä seikkana, koska melkeinpä aina on löydettävissä toinen parempi tuottanut sijoitus.³²³ Näin ollen esimerkiksi se, että suositellun rahasto ei saavuta tuotto-odotusta, ei tee sijoitusneuvosta itsessään oikeudellisesti tarkastellen virheellistä. Toisaalta ei voida liikaa korostaa, ettei sijoitusneuvoja ole vastuussa sijoituksen lopputuloksesta, vaan loppupeleissä asiakas vastaa aina itse sijoituspäätöksestä ja siihen liittyvästä taloudellisesta tuloksesta³²⁴.

Yleisten ohjeiden lisäksi FIVA:n määräyksistä nousee esiin seuraavia huomioitavia seikkoja: Ensinnäkin asiakkaalla on oltava tarvittava sijoituskokemus ja -tietämys riskien ymmärtämiseksi. Toiseksi liiketoimen on vastattava asiakkaan sijoitustavoitteita. Kolmanneksi asiakkaan tulee pystyä kantamaan taloudellisesti liiketoimeen liittyvät asiakkaan sijoitustavoitteiden mukaiset sijoitusriskit.³²⁵

On siis annettava neuvoja, jotka soveltuvat sijoittajan olosuhteisiin ja tarpeisiin. Selvää on, että sijoittajan yksilölliset ominaisuudet tulee huomioida. Soveltuvuuden arvioinnilla pyritään ensinnäkin turvaamaan, että sijoitusneuvo on sopiva suhteessa sijoittajan asiantuntemukseen ja kokemukseen sekä toisaalta, että se on sopiva suhteessa sijoittajan taloudelliseen asemaan.³²⁶ Täyttämällä selonottovelvollisuutensa on sijoituspalvelun tarjoaja tullut tietoiseksi sijoittajan tarpeista ja olosuhteista. Jos sijoittajan tavoitteena on sijoittaa lyhyellä aikavälillä, ei hänelle tule suositella kohdetta, jossa on pitkä sijoitushorisontti, koska muuten sijoittaja saattaisi joutua realisoimaan sijoituksensa kurssien ollessa epäsuotuisat, jolloin syntyisi tappiota.³²⁷ Toisaalta asiakkaalle ei sovellu sellaiset rahoitusvälineet, joita hän ei kykene ymmärtämään. Esimerkiksi kokemattomille ja eri-

³²¹ ks. Norros 2009, s.362. Samansuuntaisesti argumentoi Moloney 2008, s. 617, joka tulkitsee AML 4:3.2:n taustalla vaikuttavaa direktiivin 2004/39/EY 19.5.2 artiklaa.

³²² Korling 2010A, s. 208.

³²³ Wuolijoki 2009, s. 187.

³²⁴ ks. esim. APL 1183/02.

³²⁵ FIVA määräykset ja ohjeet 16/2013 s. 25.

³²⁶ Korling 2010A, s. 210-211.

³²⁷ Jos sijoittaja esimerkiksi tekee osakesijoituksen vain pariksi vuodeksi ei käytännössä kukaan voi ennakoida sen tulevaa arvoa. Jos taas hyvin hajautettu osakesijoitus tehdään esimerkiksi 15 vuodeksi, voi historian pohjalta arvioida, että sijoittaja saa suurella todennäköisyydellä sijoitukselleen hyvän tuoton.

tyisasiantuntemusta vailla oleville harvoin soveltuu strukturoidut sijoitustuotteet niiden monimutkaisen rakenteen vuoksi. Kielitaidon merkitys tulee myös huomioida. Esimerkiksi sijoittajalle, joka ei ymmärrä hyvin englantia, ei lähtökohtaisesti pitäisi myydä tuotetta, jonka markkinointimateriaali on ainoastaan saatavilla englanniksi.

Ikä on myös yksi arvioivista sekoista. Esimerkiksi riskiryhmien, kuten nuorten ja iäkkäiden kohdalla tulee olla erityisen huolellinen arvioitaessa sijoituskohteiden soveltuvuutta ja varmistua siitä, että he ymmärtävät sijoittamiseen liittyvät riskit. APL:n ratkaisukäytännössä on kuitenkin todettu, että ikä ei sellaisenaan ole ratkaiseva tekijä arvioitaessa tietyn sijoituskohteen soveltuvuutta, eikä se oikeuta olemaan tarjoamatta tiettyä palvelua tai tuotetta.³²⁸ Tämän valossa onkin mielenkiintoista, että Suomessa on sijoituspalvelun tarjoajia, jotka ovat ilmoittaneet, etteivät tarjoa tiettyjä tuotteita tai palveluita iäkkäille ihmisille. Esimerkiksi OP-ryhmässä on linjattu, ettei iäkkäille sijoittajille tarjota lainkaan monimutkaisia ja riskipitoisempia tuotteita, ja Danske Bank ei kutsu lainkaan yli 75-vuotiaina sijoitusneuvontaan.³²⁹

On myös huomattava, että asiakkaalla on usein jo entuudestaan sijoitustuotteita, ja usein tehdään useampia toimeksiantoja kerrallaan. Siksi suunnitellessa palvelujen tai tuotteiden yhdistelmää, on arvioitava yhdistelmän asianmukaisuutta kokonaisuudessaan.³³⁰

6.3 Sijoituksen riskitason merkityksestä

Sijoitusneuvonnassa on keskeistä varmistua siitä, että suositellut rahoitusvälineet soveltuvat riskitasoltaan asiakkaalle. Wuolijoen sanoja lainaten: ”riskitason valinta on kaikessa sijoitustoiminnassa fundamentaalinen perusasia”.³³¹ Asiakkaan tulee pystyä kantamaan taloudellisesti liiketoimeen liittyvät sijoitustavoitteiden mukaiset sijoitusriskit ja asiakkaalla on oltava tarvittava sijoituskokemus ja -tietämys riskien ymmärtämiseksi. Asiakasluokka vaikuttaa merkittävästi siihen, miten sijoittajan katsotaan ymmärtävän esimerkiksi riskiä. Vaikka sijoittajat jaetaan ryhmiin osaamistasonsa mukaan, ei keski-vertokuluttajalla välttämättä kuitenkaan ole riittävää osaamista sijoitustuotteista ja niihin liittyvistä riskeistä. Tämän vuoksi sijoitusneuvojalla on tärkeä rooli auttaessa sopivien sijoitustuotteiden ja –strategioiden löytämisessä.³³²

³²⁸ Hoppu 2004, s. 336.

³²⁹ Helsingin Sanomat 6.6.2015.

³³⁰ Anderssen – Savikko 2017, s. 24.

³³¹ Wuolijoki 2009, s. 185.

³³² Korling 2008, s. 258.

Kuten edellä on tullut ilmi, sijoituskohteen riskin asianmukaisuutta punnitaan suhteessa sijoittajan taloudelliseen asemaan. Riskin arvioinnissa tulee ottaa huomioon sekä sijoittajan riskinsieto- ja kantokyky, että itse sijoitukseen liittyvä riski. Näiden on oltava linjassa keskenään, jotta sijoitusneuvoa voidaan pitää asiakkaalle soveltuvana. Riskit ovat palveluntarjoajan tiedonantovelvollisuuden ydinsisältöä, ja ne määrittävät millaiseksi tiedonantovelvollisuus muodostuu. Riskin suuruutta tulee aina punnita kokonaisuutena.³³³ Hyväksyttävän riskin tasoa on arvioitu esimerkiksi ratkaisussa APL 1/13. APL:n kannan mukaan CDO-lainaa ei voitu siihen liittyvän pääoman menettämisen mahdollisuuden vuoksi pitää ”ainakaan suurella osuudella” sopivana asiakkaalle, jolle pääoman säilyminen oli keskeinen kriteeri. Tässä tapauksessa asiakas oli sijoittanut tuotteeseen 25 prosenttia sijoitusvarallisuudestaan.

Suhtautuminen riskiin ja riskinkantokyvyn selvittäminen ovat sijoituspalvelun tarjoajan selonottovelvollisuuden kriittisimpiä seikkoja. MiFID II:n myötä riskinsietokyvyn selvittäminen on entistä korostuneemmassa asemassa. Selvitys tehdään usein vakiomuotoisten kyselylomakkeiden avulla, jolloin sijoituspalvelun tarjoajat hyödyntävät omia riskiprofiilien kartoitusmallejaan. On tärkeää, että riskiprofiililuokat ovat selkeitä.³³⁴ Esimerkiksi keväällä 2017 FIVA:n määräämissä seuraamusmaksuja koskevissa päätöksissä ilmeni, ettei riskin selvittäminen ollut asianmukaista useassa sijoituspalveluita tarjoavassa yrityksessä.³³⁵

Myös ESMA on kiinnittänyt huomiota riskitason selvittämiseen ja todennut, ettei ole riittävää, että sijoitusneuvoja suoraan kysyy kuinka paljon riskiä asiakas kestää, vaan sijoitusneuvojan on konkreettisin esimerkein selvennettävä, mitä sijoitusriski merkitsee.³³⁶ Sijoitusneuvoja voi käyttää asiakkaan olemassa olevia sijoituksia ja asiakkaan tavoitteita tulevan sijoituksen suhteen apuna riskitason määrittämisessä. Toisaalta sijoitusneuvojan on huomioitava, etteivät sijoittajat aina itsekkään osaa arvioida nykyisen sijoitussalkkunsa riskitasoa. Tutkimukset behavioral financerissa ovat osoittaneet, että sijoittajat ovat usein ottaneet suurempaa riskiä kuin mistä ovat tietoisia.^{337, 338} Näin ollen

³³³ Salo 2016, s. 218 ja s. 239.

³³⁴ Salo 2016, s. 240.

³³⁵ Ks. päätökset FIVA 19/02.04/2016, FIVA 20/02.04/2016, FIVA 21/02.04/2016 ja FIVA 22/02.04/2016.

³³⁶ ESMA/2012/387, s. 10.

³³⁷ Ks. esim. SOU 2005:87, s. 65.

³³⁸ Esimerkiksi Ruotsissa saadakseen SwedSecin sijoitusneuvojan lisenssin on behavioral financerin perusteet oltava hallussa. SwedSecin lisenssi perustuu itsesääntelyyn. Suomessa yhä useammat sijoitusneuvojat tekevät sijoituspalvelu- ja sijoitusneuvojantutkinnot (APV1 ja APV2). Näiden tutkintojen tutkintovaatimukseen tulisi lisätä behavioral financerin perusteita, kuten Ruotsissakin.

on tärkeää, että sijoitusneuvoja pyrkii varmistamaan, että sijoittaja tosiasiaassa ymmärtää kuhunkin sijoitukseen liittyvän riskin.³³⁹ Joitain yleisiä oletuksia riskistä, voidaan kuitenkin tehdä. Voidaan esimerkiksi olettaa, että asiakas ymmärtää yleisen elämäntapa-
muksen perusteella, että osakkeiden kurssit voivat laskea.³⁴⁰

Merkitystä on myös sillä, mikä osa varallisuudesta on sijoitusneuvonnan kohteena, ja mistä sijoittajan muu varallisuus muodostuu. Mitä suurempaa osuutta sijoitettava varallisuus edustaa asiakkaan kokonaisvarallisuudesta, sitä enemmän tietoa sijoituspalvelun tarjoajan on kerättävä asiakkaastaan.³⁴¹ Suhteellisen riskipitoisenkin tuote voi kuitenkin sopia jopa kohtalaisen maltilliselle sijoittajalle, mikäli tuotteen paino asiakkaan kokonaisvarallisuuteen nähden on pieni.

Mitä suurempaa tuottoa tavoitellaan, sitä korkeammaksi riski muodostuu. Esimerkiksi osakkeiden on todettu tuottavan pitkällä aikavälillä monia muita sijoitustuotteita paremmin, mutta toisaalta niiden arvot saattavat lyhyellä aikavälillä vaihdella suuresti. Tämä tarkoittaa, ettei osakesijoitus ei ole sopiva sijoituskohde, mikäli sijoitusaika on lyhyt, vaan tällöin oikeanlainen sijoitus voisi olla esimerkiksi lyhyen koron rahasto-osuus. Sen sijaan pitkällä aikavälillä osakesijoitusten muita sijoituskohteita parempi tuotto tulee esiin. Tuoton varmuudesta ei luonnollisesti kuitenkaan ole takeita. Näin ollen lyhyt sijoitusaika puoltaa vähäriskisen sijoitustuotteen valintaa ja päinvastoin.³⁴²

Sijoitusaika tulee siis ottaa huomioon arvioitaessa riskiä. Nuoremmilla sijoittajilla on usein pidempi sijoitushorisontti ja enemmän aikaa selviytyä tappioista – ja näin ollen riskinotto-kyky voi muodostua korkeammaksi. Toisaalta, mitä vanhemmaksi sijoittaja tulee sitä, vähemmän hän yleensä haluaakaan ottaa riskiä.³⁴³ Iäkkäälle sijoittajalle ei lähtökohtaisesti tulekaan suositella sijoitusta, jonka sijoitushorisontti ylittää tämän jäljellä olevan eliniänodotteen, vaikka sijoittaja ymmärtäisikin sijoitukseen liittyvät riskit.³⁴⁴ Toisaalta, jos samaisen iäkkään sijoittajan tarkoitus on kerryttää varallisuutta perillisilleen, voi tämä olla täysin soveltuva. Kyse on aina kokonaisharkinnasta ja pienetkin yksityiskohdat saattavat olla merkittäviä arvioinnissa.

³³⁹ Korling 2010, s. 410.

³⁴⁰ Mäntysaari 2001, s.117.

³⁴¹ ESMA/2012/387, s. 9.

³⁴² Hoppu 2009, s.61

³⁴³ Mutual Fund Dealers Association of Canada 2014, s. 3.

³⁴⁴ Näin on esimerkiksi todennut Britannian valvontaviranomainen FSA (Financial Services Authority), joka määräsi HSBC-pankille 10.5 miljoonan punnan sakot tällaisesta toiminnasta FSA Final Notice 2.12.2011 s. 1–2.

Riskit vaihtelevat yleensä sijoitustuotteesta riippuen, ja riski ja tuotto kulkevat aina käsi kädessä. Täysin riskitöntä sijoitusta ei ole. Vähävaraista asiakasta ei esimerkiksi tulisi neuvoa ostamaan yksittäistä osaketta, koska tämä estää riittävän hajauttamisen³⁴⁵. Mitä korkeampi tuotto-odotus valitussa sijoituskohteessa on, sitä selvemmin voidaan sijoittajan edellyttää sijoittajan ymmärtävän, että sijoitus ei ole riskitön. Luonnollisesti edellytetään, että sijoittajalle on annettu oikea käsitys tuotto-odotuksesta ensin. Lisäksi sijoituspalvelun tai –tuotteen tarjoajan aktiivisuus saattaa supistaa sijoittajan selonottovelvollisuutta, etenkin jos kyse on tilanteesta, jossa palveluntarjoaja ehdottaa riskipitoisempaa tuotetta yksiselitteisesti parempana vaihtoehtona, vaikka sijoittaja oli suunnitellut sijoittavansa matalariskisempään tuotteeseen.³⁴⁶

Mitään yleispäteviä ohjeita tietyn riskin soveltuvuudesta sijoittajille ei voida antaa. Wuolijoki onkin tähän liittyen kritisoinut sekä Munukkaa että Mäntysaarta siitä, että he ovat esittäneet liian yleistäviä tulkintoja, siitä mikä millainen riski soveltuu tietyille asiakkailla. Munukka mainitsee virheellisenä sijoitusneuvona esimerkin siitä, että iäkästä ihmisistä neuvotaan sijoittamaan kohteisiin, jotka vaativat hyvin pitkän sijoitushorisontin. Mäntysaari puolestaan on esittänyt, että iäkkäiden yksityishenkilöiden edunmukaisista ei yleensä ole sijoittajaa johdannaisinstrumentteihin.³⁴⁷ Wuolijoen kantaa on sinänsä pidettävä oikeana, mutta toisaalta Munukka tai Mäntysaari ovat tuskin pyrkineet osoittamaan mitään absoluuttisia sääntöjä, vaan lähinnä suuntaviivoja, jotka puolestaan ovat erittäin hyödyllisiä pohdittaessa soveltuvaa sijoituskohdetta.

On myös pohdittava, kuinka asiakkaan antamia tietoja riskistä tulee arvioida, kun ne perustuvat asiakkaan omaan subjektiiviseen arvioon. Sijoittajat mieltävät riskin eri tavoin, eikä riski määrittely ole yksiselitteistä. Useat sijoittajat eivät edes ymmärrä, mitä riski oikeasti tarkoittaa.³⁴⁸ Sijoittajan taloudellinen tilanne, sijoitushorisontti, tavoitteet ja muut sijoitukset vaikuttavat, siihen miten kukin mieltää riskin. Yksi saattaa mieltää riskiksi lyhyen aikavälin tappion, kun taas toinen pitkänaikavälin vähennyksen ostovoimassaan.³⁴⁹ Varmistaakseen, että asiakkaat ymmärtävät sijoitusriskin ja heille mahdollisesti aiheutuvat tappiot, tulisi yrityksen esittää riskit mahdollisuuksien mukaan selkeällä ja ymmärrettävällä tavalla, mahdollisesti käyttämällä havainnollisia esimerkkejä

³⁴⁵ Mäntysaari 2001, s. 123.

³⁴⁶ Norros 2009, s. 389-390.

³⁴⁷ Ks. Wuolijoki 2009, s.206, Munukka 2007, s.347 ja Mäntysaari 2001, s. 56.

³⁴⁸ ks. esim. Langevoort 1996, s. 627.

³⁴⁹ Stevens – Lancelotta 1995, s. 6.

siitä, millaisia tappioita voi syntyä, mikäli sijoitus ei tuota odotetusti.³⁵⁰ Yrityksen tulee sitten arvioida ja arvioida asiakkaan reaktiota tällaisiin skenaarioihin. Asiakas tulee saattaa tietoiseksi siitä, että tällaisten esimerkkien ja niiden aikaansaamien reaktioiden avulla pyritään selvittämään suhtautumista riskeihin.³⁵¹

Riskitaso on ratkaisukäytännön valossa myös yksi suurimmista riidanaiheista. Usein riidellään esimerkiksi riskitasoltaan puutteellisesta sijoitusneuvonnasta tai siitä, ettei riskejä selostettu ymmärrettävästi. Esimerkiksi ratkaisussa APL 10/2011 asiakas oli sijoitusneuvottelussa ilmoittanut riskinottohalukkuutensa olevan hyvin matala, ja sijoitetun pääoman säilyminen oli hänelle ehdottoman tärkeää. Tästä huolimatta pankki oli ehdottanut asiakkaalle CDO-joukkolainatuotetta hänelle sopivana matalariskisenä sijoitustuotteena ja asiakas päätyi sijoittamaan noin kolmanneksen kokonaissijoitusvarallisuudestaan kyseiseen tuotteeseen. Myöhemmin asiakas reklamoi ja kertoi ymmärtäneensä vasta jälkikäteen, että luottovastuutapahtumien kertyminen voi johtaa koko sijoitetun pääoman menettämiseen. Näin ollen asiakas katsoi pankin antaneen virheellistä sijoitusneuvontaa. APL katsoi, ettei pankin sijoitusneuvo vastannut asiakkaan riskinottohalukkuutta, joka oli riidattomasti erittäin matala. Asiakkaalla ei ollut laajaa sijoituskokemusta, eikä hän tuntenut CDO-tuotteita ennakolta. APL katsoi tehdyn sijoituspäätöksen perustuneen olennaisesti siihen, että sijoitusasiantuntija oli suositellut asiakkaalle CDO-tuotetta ja esitellyt sitä vähäriskisenä. Ei-ammattimaisen sijoittajan tulee lähtökohtaisesti voida luottaa siihen, että hänen pankista saamansa sijoitusneuvonta on hänen etunsa mukaista ja muutenkin asianmukaista. Asiakas oli siten voinut arvioida tuotteeseen liittyvistä riskeistä saamaansa informaatiota siitä lähtökohdasta, että riski on matala ja tuote hänelle sopiva.

6.4 Sijoitustuotteen monimutkaisuuden merkityksestä

Sen lisäksi, että arvopaperimarkkinoilla on nykyään saatavilla entistä enemmän sijoitustuotteita ovat ne myös monimutkaisempia. Tämä johtuu muun muassa historiallisen matalasta korkotasosta, johon palveluntarjoajat ovat vastanneet tarjoamalla monimutkaisia tuotteita. Markkinoilla on tarjolla tuotteita ei-ammattimaisille sijoittajille, jotka olivat aiemmin ainoastaan ammattimaisten sijoittajien saatavilla.³⁵² Ei-ammattimaisilla asiakkailla, joilla on usein vähemmän kokemusta ja asiantuntemusta, saattaa olla vai-

³⁵⁰ ESMA/2012/387, s. 7-8.

³⁵¹ Andersson – Savikko 2017, s. 26.

³⁵² MiFID II:n myötä monimutkaisia tuotteita ei kuitenkaan voi myydä ns. execution only –palveluna, eli ilman sijoitusneuvontaa. Ks. MiFID II:n 25 art. 4 kohta.

keuksia ymmärtää monimutkaisten sijoitustuotteiden riski- ja tuottorakenteita, minkä vuoksi rationaalisen sijoituspäätöksen tekeminen vaikeutuu. Se, että sijoittaja ei ymmärrä tuotteeseen liittyviä riskejä, voi johtaa ennakoimattomien tappioiden toteutumiseen ja valitusten lisääntymiseen, mistä puolestaan voi seurata imagoriski liikkeeseenlaskijalle. Monimutkaiset tuotteet tarjoavat yleensä liittyvien korkeiden kulujen ansiosta merkittävän tuottopotentialin niitä myyville, mikä on erityisen ongelmallista sijoittajansuojan näkökulmasta.³⁵³

ESMA antoi helmikuussa 2014 sijoittajille kirjallisen varoituksen koskien markkinoilla olevia monimutkaisia sijoitustuotteita. ESMA varoittaa siitä, että monimutkaisia tuotteita markkinoidaan usein aggressiivisesti. ESMA:n mukaan sijoittajat eivät usein ymmärrä, kuinka tällaiset tuotteet toimivat, sillä riskit, kulut ja tuotto-odotukset ovat monissa tapauksissa vaikeaselkoisia. Lisäksi osa monimutkaisista tuotteista edellyttää korkean tason osaamista riskien arvioimiseksi. ESMA korostaa, ettei kenenkään tule sijoittaa tuotteeseen, jonka keskeisiä ominaisuuksia ja tärkeimpiä riskejä ei ymmärrä.³⁵⁴ Saattaa kuitenkin olla ettei sijoittaja itse ymmärrä omaa ymmärtämättömyyttään, tai ettei sijoittaja halua kertoa tuotteen tarjoajalle omasta ymmärtämättömyydestään.³⁵⁵ Tiedonantovelvollisuuden ja selonottovelvollisuuksien taustalla on juuri tarve suojata sijoittaja monimutkaisilta ja vaikeasti ymmärrettäviltä tuotteilta. Piensijoittajilla ei useinkaan ole tarvittavaa tietoa sijoitustoiminnasta, vaikka moni ostaakin sijoitustuotteita.³⁵⁶

Mistä sijoittaja sitten tietää, että tuote on monimutkainen? Monimutkaisuus on suhteellista, sillä monenlaiset piirteet voivat tehdä tuotteesta vaikeasti ymmärrettävän. Arvioinnin vaikeutta kuvastaa hyvin Helsingin hovioikeuden ratkaisu 4.7.2012 S 11/3169, jossa, että hovioikeus ja käräjäoikeus olivat täysin eri mieltä arvioitavan tuotteen luonteesta. Asiantuntijalausunnon mukaan kyseessä oli hyvin monimutkaisesti paketoitua portfolioista, joka koostui CDO-instrumenteista eli luottojohdannaisista.

ESMA on linjannut, että tuotetta voidaan pitää monimutkaisena jos, tuote on johdannainen tai siihen sisältyy johdannainen, tuotteen kohde-etuuksien tai indeksien arvoa ei voida määrittää helposti tai niiden hinnat tai arvot eivät ole julkisesti saatavilla, sijoitus on määräaikainen, ja esimerkiksi ennaaikaisesta nostosta aiheutuu seuraamuksia, joita

³⁵³ ESMA/2013/326, s. 5.

³⁵⁴ ESMA: Investor warning: Risks of investing in complex products. 7.2.2014, s. 1.

³⁵⁵ Luukkonen 2016B, s.133-134.

³⁵⁶ Luukkonen 2016A, s. 293.

ei ole esitetty selkeästi,³⁵⁷ tai tuotteessa käytetään useita muuttujia tai monimutkaisia matemaattisia kaavoja sijoitustuoton määrittämiseksi. Monimutkaisiin tuotteisiin liittyy etenkin likviditeettiriski, luottoriski, vipuvaikutusriski ja markkinariski. Lisäksi monimutkaiset rakenteet johtavat usein suurempiin kustannuksiin, jotka ohjataan sijoittajien maksettavaksi.³⁵⁸

Kenelle sitten voidaan myydä monimutkaisia sijoitustuotteita? Tähän ei ole yksiselitteistä vastausta, koska soveltuvuuteen vaikuttavat sijoittajan olosuhteet. Kysymys tuntuu olevan vaikea myös isoille sijoituspalvelun tarjoajille. Nordea on esimerkiksi ilmoittanut, ettei se enää lainkaan tarjoa strukturoituja tuotteita vähittäispankkiasiakkailleen osana sijoitusneuvontaa tuotteiden monimutkaisuudesta johtuen³⁵⁹. Kokemus ja asiantuntemus vaikuttavat aiemmin tässä tutkielman esiin tuodun valossa olevan kaikista kriittisimpiä seikkoja arvioitaessa soveltuvuutta tällaisten tuotteiden kohdalla. Mitä kokeneempi ja asiantuntevampi asiakas on, sitä monimutkaisempia tuotteita hänelle voidaan lähtökohtaisesti myös suositella. Jos asiakkaalla on ainoastaan kokemusta matalariskiseen rahastoon sijoittamisesta, ei hänelle välttämättä kannata suositella monimutkaista strukturoitua sijoitustuotetta. Mikäli asiakkaalla puolestaan on laajasti tietoa, ymmärtää monenlaisia sijoitustuotteita ja vielä seuraa markkinoita aktiivisesti, on hänellä todennäköisesti paremmat valmiudet ymmärtävät monimutkaisten tuotteiden toimintaa ja niihin liittyvät riskejä, jolloin sijoitus voisi olla perusteltu. Näin myös, jos asiakas on esimerkiksi työnsä puolensa perehtynyt monimutkaisiin tuotteisiin.

Sijoittajan yksilölliset ominaisuudet vaikuttavat siihen, mitä sijoittajan pitäisi ymmärtää sijoituksensa sisällöstä. Etenkin sijoituskokemus, ikä, koulutus ja ammatti vaikuttavat tuotteiden osalta ymmärrykseen. Esimerkiksi sijoituskokemusta vailla olevalta tai iäkäältä henkilöltä ei voida vaatia saman tasoista riskien ymmärrystä kuin asiantuntevalta. Näin ollen sijoituspalvelun tarjoajan tiedonantovelvollisuuteen saattaa merkittävästi vaikuttaa, onko kyseessä yleisesti tunnettu vai uudentyyppinen sijoitustuote. Asiakas tarvitsee todennäköisesti enemmän aikaa tutustuakseen tietoihin, jotka koskevat monimutkaista tai asiakkaalle vierasta tuotetta tai palvelua.³⁶⁰

³⁵⁷ Esimerkiksi monet strukturoidut sijoitustuotteet ovat määräaikaista ja ennen aikaisista nostoista on suuret kulut.

³⁵⁸ ESMA 7.2.2014, s. 2-3.

³⁵⁹ Tämä on yksi Nordean tekemistä parannuksista keväällä 2017 määrätystä seuraamusmaksusta johtuen. Arvopaperi 19.5.2017. Viitattu 5.2.2018.

³⁶⁰ MiFID II:n johdantolause 83.

Sijoittajan on ymmärrettävä sijoituskohteen ominaispiirteet, voidakseen toimia rationaalisesti. Arvioinnin kannalta on relevanttia, kuinka tunnettu tietty rahoitusväline on kohderyhmässä. Isolle osalle ihmisistä rahoitusvälineet ja niiden ominaisuudet ovat tuntemattomia. Lisäksi sijoituskohteet vaikuttavat tunnettavuuteen. Osakkeet ja yksinkertaiset joukkovelkakirjat ovat tuttuja, mutta johdannaiset, warrantit ja indeksilainat ovat monille sijoitustoimintaa pintapuolisesti tuntevillekin vaikeampia käsittää. Sijoituskohdeiden tunnettuudella kohderyhmän keskuudessa on merkitystä myös sopimusoikeudellisessa lainmukaisuusarvioinnissa. Mitä oudompi tarjottu sijoitustuote on asiakkaalle, sitä tiukemmin tulee sijoituspalvelun tarjoajan velvollisuuksia myös tulkita.³⁶¹ Sijoituspalvelun tarjoajan on esimerkiksi hankittava huomattavasti enemmän tietoa, jos kokematon asiakas haluaa sijoittaa suuren summan monimutkaiseen sijoitustuotteeseen kuin jos sama asiakas haluaa sijoittaa pienen summan vähäriskiseen tuotteeseen.³⁶²

Lisäksi sijoittajan ikä on merkityksellinen arviointikriteeri.³⁶³ FIVA on todennut, että sijoituspalvelun tarjoajan on toimittava erityisen huolellisesti tarjotessaan iäkkäälle asiakkaalle monimutkaisia sijoitustuotteita.³⁶⁴ Mitä iäkkäämpi sijoittaja on kyseessä, sitä vaikeampi on usein käsittää monimutkaisia tuotteita. Mitään kategorisia päätelmiä ei kuitenkaan voida iästä tehdä.³⁶⁵

Kuten aiemmin on tullut ilmi, Suomessa on ainakin tähän mennessä hyvin selvästi todettu, ettei asiakkaan ikä yksistään voi olla peruste olla markkinoimatta tai tarjoamatta jotakin tiettyä sijoituspalvelua asiakkaalleen. Kiinnostavaa on se, että ruotsalaisessa oikeuskirjallisuudessa Korling on esittänyt viitteitä siitä, että sijoittajan korkean iän tulisi vaikuttaa tälle suositeltaviin sijoituskohteisiin. Hän viittaa ruotsalaisiin ja norjaisiin riidanratkaisuelinten tapauksiin, jossa ikä on ollut merkityksellinen tapauksen harkinnassa.³⁶⁶ Yksi näistä on Ruotsalainen Allmänna reklamationsnämndenin (ARN) on tapaus 2008-6293 jossa pohdittiin, onko 75-vuotiaalle soveliaista sijoitustuotetta, jolla on pitkä juoksuaika. Lisäksi FIVA kehotti vuonna 2014 yrityksiä laatimaan ohjeistuksen siitä, miten ikä pitää ottaa huomioon sijoitusneuvonnassa, koska vain harvoilla palveluntarjoajilla oli erillistä ohjeistusta iäkkäiden neuvonnasta. Tämän jälkeen esimerkiksi Danske Bank on linjannut, ettei yli 75-vuotiaita pääsääntöisesti kutsuta sijoitusneuvon-

³⁶¹ Hoppu 2009, s. 62.

³⁶² MiFID art. 19.4 ja Korling 2008, s. 269.

³⁶³ Korling 2010, s. 410

³⁶⁴ FIVA 19/02.04/2016, s. 8.

³⁶⁵ Wuolijoki 2009, s. 369.

³⁶⁶ ks. seuraavat tapaukset BKN 2009-019, BKN-2006-020, BKN-2007-046, ARN 2008-11-12 ja Korling 2010, s. 409-410.

taan. OP-ryhmällä puolestaan on lista tuotteista, joita iäkkäämmille asiakkaille ei pitäisi tarjota. Vuonna 2017 FIVA taas määräsi sakot neljälle yhtiölle, johtuen huonoista nettelytavoista tarjotessa sijoitustuotteita ikäihmisille. Näiden päätöstenkin valossa iäkkäiden asiakkaiden kanssa tulee olla entistä huolellisempi.

Herääkin kysymys, onko Suomessa kanta mahdollisesti muuttumassa niin, ettei tiettyä tuotetta tai palvelua saisi tarjota tulevaisuudessa tietyn ikäiselle henkilölle? Olisiko tulevaisuudessa esimerkiksi mahdollisesti määritettävä ikäraja tuotteiden markkinointimateriaalissa? Näin useat yhtiöt ainakin toimivat jo käytännössä. Vaikuttaa siltä, että yhtiöt tulkitsevat mieluummin sääntöjä liian varovaisesti kuin ottavat riskejä. Joustamattomat ikärajat ovat ongelmallisia, sillä iäkkäät voivat olla ihan yhtä perillä asioista kuin nuoretkin, mutta suuntaa antavat ikärajat voisivat olla hyödyllisiä sekä palvelun tarjoajien, että sijoittajien kannalta. Mäntysaari on esimerkiksi jo vuonna 2001 esittänyt, että johdannaiset, joita strukturoidut tuotteet hyödyntävät, olisivat korkeariskisinä tuotteina³⁶⁷ yleensä iäkkäille sopimattomia³⁶⁸.

Vaikka jotkut toimijat kokevat, että olisi järkevää kieltää monimutkaiset sijoitustuotteet kokonaan riskiryhmiin kuuluvilta, kuten iäkkäiltä tai muilta heikommassa asemassa olevilta, on informaatiovelvoitteita kuitenkin pidetty sijoittajansuojan kannalta tarkoituksenmukaisempana, kuin sitä, että säädettäisiin tuotteiden sisältöä koskevia normeja, kuten tietyn tuotteen tai palvelun kieltämistä³⁶⁹. Tämä tekee sääntelystä joustavampaa.

Kaikki toimijat eivät pyri tekemään mahdollisimman monimutkaisia tuotteita. Lisäksi monimutkaisten tuotteiden rakentamista hillitsee MiFID II -sääntelyn edellyttämien muutosten ymmärtäminen ja sovittaminen toimijan arkipäivään. Viime vuosina useat toimijat ovatkin yksinkertaistaneet tuoteportfoliotaan ja MiFID II uskotaan vahvistavan tätä trendiä. Toimijat joutuvat kuitenkin uuden sääntelyn myötä kehittämään omaa palveluvalikoimaansa. Tätä voidaan pitää positiivisena muutoksena.³⁷⁰ Vuoden alussa voimaan tullessa MiFID II-sääntelyssä on kiinnitetty huomiota uusien sijoitustuotteiden innovointiin ja niihin liittyviin sijoittajansuojakysymyksiin. Sijoitustuotteiden innovoinnissa on huomioitava jatkossa kohdemarkkinan tarpeet. Niiden sijoituspalveluyritysten, jotka eivät ole itse valmistaneet myymään sijoitustuotteita, on huolellisesti perehdyttävä sijoitustuotteisiin liittyviin ominaisuuksiin ja niiden kohdemarkkinoihin.

³⁶⁷ Toisaalta strukturoitukin tuote voi olla vähäriskinen, vaikka se sisältäisikin korkeariskisiä yksittäisiä osia, kuten johdannaisia.

³⁶⁸ Mäntysaari 2001, s. 56.

³⁶⁹ Wuolijoki 2009, s. 231.

³⁷⁰ <https://uutishuone.pwc.fi/mifid-ii-tahtaimessa-sijoittajansuojan-parantaminen/>. Viitattu 3.2.2018.

Erikseen on luonnollisesti vielä arvioitava tuotteen soveltuvuus juuri kyseiselle asiakkaalle.³⁷¹ Tällaista sääntelytrendiä voidaan pitää hyvänä, sillä nykyaikaiset sijoitusinstrumentit saattavat olla esimerkiksi vanhuksille vieraita.³⁷²

7 JOHTOPÄÄTÖKSET

Sijoitusneuvontaa koskeva toimintaympäristö on muuttunut. Sääntelyn määrä on moninkertaistunut ja asiantuntemusta vaaditaan aiempaa enemmän. Lisäksi paineet vastuulliseen, eettiseen ja läpinäkyvään toimintaan ovat lisääntyneet.³⁷³ Sijoittajat tarvitsevat muutoksesta johtuen entistä enemmän tietoa ja henkilökohtaista neuvontaa. Myös eri sijoittajaryhmien tarve suojalle vaihtelee. Iäkäs tarvitsee kokemattomuutensa ja tietämättömyytensä vuoksi erityissuojaa. Eläkeyhtiö ei puolestaan vastaavaa suojaa tarvitse. On olennaista ymmärtää, kuinka yksilölliset ominaisuudet vaikuttavat sijoittamiseen, jotta tarpeellinen sijoittajansuoja osataan kohdistaa sitä tarvitsevalle. Yksi tutkielman keskeisimmistä tavoitteista olikin tunnistaa sijoittamisen kannalta relevantit sijoittajan yksilölliset ominaisuudet. Lainsäädännössä tällaista systematisointi ei ole tehty. Relevantteiksi ominaisuuksiksi tunnistettiin kokemus, koulutus, ammattitaito, taloudellinen asema, sijoitustavoitteet, ikä, terveydentila ja äidinkieli. Ominaisuudet löydettiin tulkitsemalla ja systematisoimalla voimassaolevaa oikeutta.

Toinen päätavoite oli tutkia, kuinka relevantit yksilölliset ominaisuudet vaikuttavat sijoituspalvelun tarjoajalle asetettuihin asiakasluokittelu-, tiedonanto- ja selonottovelvollisuuksiin. Tiedonantovelvollisuuksien tarkoitus on nostaa asiakkaan tiedon tasoa ja olla apuna arvioitaessa sopimuksen kannattavuutta sekä soveltuvuutta yksilöllisiin tarkoituksiin. Pyrkimys on, että lakisääteinen informointi kohdistuisi vain asiakkaisiin, jotka tarvitsevat tietoa. Sijoittajalle tulee antaa kaikki päätöksenteon kannalta relevantti informaatio, johon tämä rationaalisena toimijana tutustuu ennen sijoituspäätöksen tekemistä. Vastuu sijoituksen taloudellisesta tuloksesta jää kuitenkin asiakkaalle. Tähän rationaalisien toimijan sääntelymalliin liittyy myös ongelmia, kuten informaatiotulvaa, jolla tarkoitetaan sitä, että sijoittaja saa niin paljon informaatiota, ettei hän enää kykene ymmärtämään ja hyödyntämään kaikkea saamaansa tietoa. Asiakkaan asiantuntemus puolestaan vaikuttaa keskeisesti siihen, kuinka rationaalisesti hän kykenee toimimaan.

³⁷¹ MiFID II, johdantolause 71.

³⁷² Wuolijoki 2009, s. 369.

³⁷³ FK 2012, s. 12.

Tiedonantovelvollisuutta arvioidaan sen perusteella, mitä seikkoja rationaalisen sijoittajan objektiivisesti katsoen tulisi huomioida yksittäistapauksessa. Tämän vuoksi on tarkasteltava sijoituspalvelun tarjoajalle asetettua selonottovelvollisuutta. Selonottovelvollisuus on ikään kuin peilikuva tiedonantovelvollisuudelle. Sijoittajan kannalta optimaalisin sijoitusratkaisu riippuu hänen yksilöllisestä tilanteestaan, jonka vuoksi siitä on otettava selvää. Selonoton tulisi kattaa sellaiset seikat, jotka rationaalisen sijoittajan objektiivisesti katsoen tulisi huomioida yksittäistapauksessa. Tulee muun muassa arvioida sijoittajan sijoitusprofiili, johon sisältyy tiedot sijoittajan sijoituskokemuksesta ja tietämyksestä sekä varallisuudesta. Näin palveluntarjoaja vähentää myös liiketoimintaansa liittyviä riskejä, sillä, mikäli asiakkaalle tarjottaisiin hänen yksilölliseen tilanteeseensa sopimatonta tuotetta, saattaa tästä tulla seuraamuksia sijoituspalvelun tarjoajalle.

Vaikka sekä tiedonanto- että selonottovelvollisuuksia säännellään melko yksityiskohtaisesti, ovat niiden sisällöt myös tulkinnanvaraisia. Tulkintaa vaikeuttaa myös se, että sijoituspalvelun tarjoajalle asetettuja velvollisuuksia ei voi tutkia onnistuneesti huomioimatta sijoittajalle itselleen asetettuja velvollisuuksia, sillä osapuolten velvollisuudet vaikuttavat toisiinsa.

Velvollisuuksien toteutumista on aina punnittava asiakkaan taustaa vasten. Asiakasluokalla saattaa olla merkittävä asema tulkittaessa velvollisuuksien vahvuutta. Se voidaan nähdä eräänlaisena harkintakriteerinä, jonka käyttöä voi perustella sillä, että lainsäätäjä on informaatiovelvoitteita säättäessään lähtenyt siitä, että heikompia osapuolia tulee suojata laajemmin. Tämän lisäksi on kuitenkin huomioitava sijoittajan yksilölliset ominaisuudet. Tulkinnassa on aina tärkeää pitää velvollisuuksien ratio lähtökohtana. Myös oikeusperiaatteet, kuten lojaliteettiperiaate, heikomman suojeleminen ja asiakkaan etu vaikuttavat voimakkaasti sijoitusneuvonnan taustalla, mikä vaikuttaa velvollisuuksien vahvuuteen. Esimerkiksi lojaliteettiperiaate saattaa laajentaa informaatiovelvoitteita.

Tutkielman alussa määritetyt ominaisuudet ovat merkityksellisiä sijoituspalvelun tarjoajan velvollisuuksien arvioinnissa. Ominaisuudet voivat joko laajentaa tai supistaa sijoituspalvelun tarjoajalle asetettua tiedonanto- ja selonottovelvollisuutta. Esimerkiksi asiakkaan kokemattomuus tiukentaa sijoituspalvelun tarjoajan velvollisuuksia erityisesti silloin, kun kyse on monimutkaisista ja riskipitoisista tuotteista. Sama tilanne on, jos asiakkaan ymmärryskyky on esimerkiksi iän tai sairauden vuoksi heikentynyt. Toisaalta mikäli asiakas on työnsä puolesta asiantunteva ja hänellä on paljon sijoituskokemusta,

korostuvat asiakkaan omat tietämis- ja selonottovelvollisuudet, samalla kun sijoituspalvelun tarjoajan velvollisuudet supistuvat. Tavallisempaa on kuitenkin, että yksilölliset ominaisuudet supistavat palveluntarjoajan velvollisuuksia ja samalla korostavat sijoittajan omaa tietämis- ja selonottovelvollisuutta. Arviointi on dynaamista ja kontekstista riippuvaa. Sijoitusneuvontatilanteen konteksti antaa pohjan yhtäältä sijoituspalvelun tarjoajan ja toisaalta sijoittajan velvollisuuksien tulkinnalle.

Luvussa 6 tuotiin esiin, että on havaittavissa viitteitä siitä, että iän merkitys arviointikriteerinä olisi muodostumassa aiempaa merkittävämmäksi. Tämä on todennäköistä huomioiden, että länsimaissa väestö on yhä vanhempaa ja sijoitustoiminnan suosion lisääntyessä kasvaa myös iäkkäiden sijoittajien määrä, jolloin sijoitusneuvojan huolellisuusvelvollisuuksiin kiinnitetään enemmän huomiota. Viime vuosien mediamyllerrys ja FIVA:n sakot koskien ikäihmisten sijoitusneuvontaa ovat hyviä esimerkkejä tästä. Yksilöllisten ominaisuuksien merkityksen voidaan yleisemminkin odottaa vahvistuvan tulevaisuudessa, koska kuluttajat vaativat entistäkin asiakaslähtöisempää toimintaa finanssimarkkinoilla ja he haluavat tulla kohdelluksi yksilönä³⁷⁴.

Tutkielman lopussa käsiteltiin vielä soveltuvan sijoituskohteen valintaa, mikä mahdollisti analyysin siitä, kuinka ominaisuudet konkreettisesti vaikuttavat soveltuvan sijoituskohteen valintaan. Soveltuvan sijoituksen tekemiseksi on ymmärrettävä, kuinka sijoittajan yksilölliset olosuhteet vaikuttavat sijoitukseen. Varsinainen valinta on kuitenkin jätetty sijoitusneuvojan ammattitaidon varaan. Koska kyse on kokonaisharkinnasta, ei voida vastata, siihen millainen sijoitus sopii kenellekin. Lopuksi tuotiin kuitenkin esiin seikkoja, jotka on huomioitava soveltuvan sijoituskohteen valinnassa. Samalla havaittiin, että sijoitusneuvojan tiedonantovelvollisuuksiin saattaa merkittävällä tavalla vaikuttaa, onko kyseessä yleisesti tunnettu vai uudentyypinen sijoitustuote.

Vaikka ei ole mahdollista antaa tyhjentävää vastausta siihen, kuinka yksilölliset ominaisuudet vaikuttavat sijoituspalvelun tarjoajan velvollisuuksiin sijoitusneuvonnassa, pyrittiin tässä tutkielmassa kuitenkin laajasti pohtimaan, minkälainen vaikutus alussa määritellyillä relevanteilla yksilöllisillä ominaisuuksilla voisi olla kussakin yksittäistilanteessa, ja toisaalta tuomaan esiin velvollisuuden tulkinnassa huomioitavia seikkoja ja näin luomaan yleisiä suuntaviivoja. Etenkin velvollisuuksien tarkoitukset sekä oikeusperiaatteet, kuten asiakkaan etu ja heikomman suoja, ohjasivat tulkinnanvaraisissa tilanteissa.

³⁷⁴ FK 2012 s. 26 ja 29.

Edellä sanotun valossa, on kiistatonta, että sijoitusneuvojan ammattitaidolla on keskeinen merkitys sijoitusneuvonnassa. Ennen SipaL ei sisältänyt säännöksiä henkilöstön pätevyysvaatimuksista. MiFID II:n myötä sijoituspalveluyritysten on kuitenkin varmistettava, että henkilöstöllä on asiantuntemus, jonka se tarvitsee ymmärtääkseen niiden tuotteiden ominaisuudet ja riskit, joita yritys aikoo tarjota tai suosittaa, sekä tarjottavien palvelujen ominaisuudet ja riskit ja yksilöidyn kohdemarkkinan tarpeet, ominaisuudet ja tavoitteet. Tätä voidaan pitää sijoittajansuojan kannalta muutoksena parempaan, ajattelun kaikkia tässä tutkimuksessa käsiteltyjä sijoittajaan olosuhteisiin liittyviä seikkoja, jotka pitäisi huomioida, ja joiden merkitys sijoittamiseen pitäisi ymmärtää. Valitettavasti tarvittavan tietämyksen ja pätevyyden sisällöstä ei kuitenkaan direktiivin tavoin säädetä tarkemmin, vaan yrityksen on itse määriteltävä henkilön työtehtävien edellyttämät pätevyysvaatimukset. Hallituksen esityksessä todetaan kuitenkin, että lain voimaantulon jälkeen ja sen soveltamisesta saatujen kokemusten myötä on jälkikäteen mahdollisuus arvioida, olisiko esimerkiksi erityisen lakiin perustuvan tutkintovaatimusten edellyttämisen tarpeellista. Esimerkiksi vakuutusmeklareilta edellytetään tutkinnon suorittamista pätevyyden osoittamiseksi, jotta toiminnan asianmukaisuus ja laadukkuus on voitu varmistaa.³⁷⁵ Samoista syistä tulisi omaa tutkintoa edellyttää sijoitusneuvojilta. Yleiset pätevyysvaatimukset tuskin tekevät MiFID II peräänkuuluttamia muutoksia.

³⁷⁵ HE 151/2017, s. 68-69.